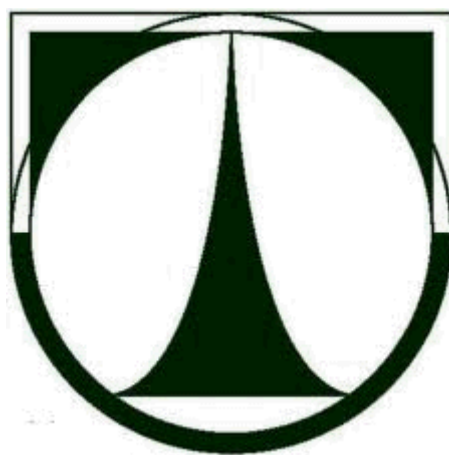


**TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI**  
**Ekonomická fakulta**



**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

2011

Bc. Michal Kuchař

Technická univerzita v Liberci  
Ekonomická fakulta

Studijní program: **N 6208 – Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

## **Příčiny finanční krize a její projevy ve světové ekonomice a v Evropské unii z pohledu podnikové sféry**

## Causes of the financial crisis and its manifestations in the world economy and the European union from the perspective of the corporate sector

DP – EF – KEK 2011- 28

Bc. Michal Kuchař

Vedoucí práce: **prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.**  
Katedra ekonomie  
Konzultant: **Ing. Aleš Kocourek, Ph.D.**  
Katedra ekonomie

Počet stran: 123 Počet příloh: 0

Datum odevzdání: 30. 04. 2011





## **Prohlášení**

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci dne 30. dubna 2011

Michal Kuchař

## **Anotace:**

Diplomové práce „Příčiny finanční krize a její projevy ve světové ekonomice a v Evropské unii z pohledu podnikové sféry“ se zabývá analýzou příčin vzniku, průběhem a dopady finanční krize. V jednotlivých kapitolách je podrobně rozebrán počátek finanční krize s prvotními symptomy v USA, průběh krize a její šíření do zbytku světa. Práce vyjmenovává hlavní příčiny vzniku krize a zaměřuje se na její dopady v reálné ekonomice, zejména pak ve Spojených státech, Evropské unii, zemích eurozóny a v dalších částech světa. Práce rovněž zachycuje přijatá opatření k utlumení dopadů finanční krize ze strany mezinárodních uskupení, centrálních bank a jednotlivých vlád, a dále nabízí prognózy dalšího vývoje. Součástí práce je i zhodnocení projevů krize na podnikatelskou sféru v České republice s uvedením konkrétního případu. V poslední kapitole je provedeno stručné zhodnocení práce s vlastním vyjádřením názoru autora.

## **Klíčová slova**

finanční krize, příčiny a důsledky finanční krize, hypoteční a realitní bublina, hospodářská recese, globalizace, světová ekonomika, protikrizová opatření, strukturované finanční deriváty, regulace, fiskální stimuly

# **Annotation**

Theses "Causes of the financial crisis and its manifestations in the world economy and the European Union from the perspective of the corporate sector" deals with the analysis of the causes, course and the impact. The chapters describe in detail the beginning of financial crises with the initial symptoms in the U.S., and the crisis and its spread to the rest of the world. The work identifies the main causes of the crisis and focuses on its impact on the real economy, especially in the United States, European Union, the euro zone and in other parts of the world. The work also examines the measures taken by international communities, central banks and governments to reduce the impact of the financial crisis and furthermore provides forecasts of further developments. In addition, the work evaluates the effects of the crisis on the private sector in the Czech Republic, with a specific case study. The last chapter briefly reviews the work done with the opinion of the author's own observation.

## **Key words**

financial crisis, causes and consequences of the financial crisis, mortgage and real estate bubble, economic recession, globalization, world economy, anti-crisis measures, structured financial derivatives, regulation, fiscal incentives

## Obsah

SEZNAM ILUSTRACÍ (OBRÁZKŮ).....	10
SEZNAM TABULEK .....	11
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK .....	12
Úvod.....	13
<b>1 Hlavní indikátory finanční krize.....</b>	<b>15</b>
1.1 Akciová bublina.....	15
1.2 Politika levných peněz.....	17
1.3 Úvěrová expanze a zadlužování domácností.....	18
1.4 Hypoteční krize a realitní dluhová bublina.....	20
1.4.1 Substandardní hypotéky a jejich sekuritizace.....	22
1.4.2 Realitní dluhová bublina.....	24
1.5 Shrnutí předpokladů stojících za vznikem soudobé finanční krize v USA .....	25
1.6 Počátky finanční krize v Evropě.....	26
<b>2 Globální finanční krize a její projevy .....</b>	<b>28</b>
2.1 Splasknutí hypoteční a realitní bubliny .....	29
2.2 Od globálního růstu ekonomiky k finanční krizi a ke globálnímu propadu.....	31
2.3 Počátek a průběh finanční krize .....	34
2.3.1 Krachy bankovních institucí.....	34
2.3.2 Krach investiční banky Lehman Brothers .....	36
2.4 Prvotní opatření a vládní zásahy přijaté v souvislosti s finanční krizí .....	39
2.4.1 TARP - Záchranný plán USA.....	42
2.4.2 Záchranný plán Evropské unie .....	43
2.4.3 Opatření centrálních bank.....	45
2.4.4 Role Mezinárodního měnového fondu a G20 v době finanční krize.....	49
<b>3 Bezprostřední příčiny vzniku globální finanční krize.....</b>	<b>53</b>
3.1 Finanční inovace.....	54
3.1.1 Rozmach v obchodování se strukturovanými finančními deriváty .....	56
3.1.2 Efekt finanční páky.....	57
3.2 Dlouhodobé faktory finanční krize.....	58
3.2.2 Regulační rámec .....	58
3.2.3 Setření rozdílů mezi komerčním a investičním bankovníctvím .....	59
3.2.4 Systém paralelního (stínového) bankovníctví .....	60
3.2.5 Hedgeové fondy a jejich podíl na vzniku krize .....	62



3.3	Předluženost ekonomiky USA .....	63
3.3.1	Dlouhodobá globální nerovnováha (deficit běžného účtu platební bilance USA) .....	65
3.4	Finanční spekulace .....	68
3.5	Role ratingových agentur v rozpoutání krize .....	69
3.6	Podcenění systémového rizika.....	70
<b>4</b>	<b>Hospodářská recese a její dopady.....</b>	<b>72</b>
4.1	Makroekonomický vývoj v USA.....	73
4.1.1	Hrubý domácí produkt.....	73
4.1.2	Vývoj míry nezaměstnanosti .....	74
4.1.3	Inflace spotřebitelských cen .....	75
4.1.4	Federální rozpočtový deficit.....	76
4.1.5	Zahraniční obchod – deficit obchodní bilance .....	77
4.2	Krize veřejných financí Evropské unie .....	78
4.2.1	Zadluženost Evropské Unie.....	79
4.2.2	Nadměrná zadluženost „Jižních zemí“ eurozóny .....	80
4.2.3	Deficity veřejných financí zemí eurozóny.....	82
4.2.4	Vývoj nezaměstnanosti v EU .....	84
4.2.5	Vývoj inflace v EU .....	86
4.3	Fenomén zemí BRIC .....	88
4.3.1	Rusko .....	88
4.3.2	Čína.....	89
4.3.3	Brazílie, Indie .....	90
4.4	Pokrizový vývoj Japonska .....	91
4.5	Krize světového a evropského průmyslu.....	93
4.5.1	Dopady krize na automobilový průmysl .....	94
<b>5</b>	<b>Dopady finanční krize do podnikové sféry v České republice .....</b>	<b>96</b>
5.1	Vnímání krize z pohledu českých podniků.....	97
5.2	Vývoj hospodaření Skupiny Škoda Auto a mateřské společnosti Škoda Auto, a.s. za rok 2009 .....	99
5.2.1	Vývoj hospodaření Skupiny Škoda Auto .....	100
5.2.2	Vývoj hospodaření Škoda Auto, a.s. ....	101
<b>6</b>	<b>Vyhodnocení výsledků a formulování závěrů .....</b>	<b>104</b>
	Závěr .....	108
	Seznam použité literatury .....	110

## SEZNAM ILUSTRACÍ (OBRÁZKŮ)

Obrázek č.1: Vývoj indexu NASDAQ, v období 1994-2004.....	16
Obrázek č. 2: Vývoj základních úrokových sazeb FEDu v letech 1996-2008 (konec roku v %)......	17
Obrázek č. 3: Historické hypoteční úrokové sazby u hypoték v USA v období 1992 až 2008.....	21
Obrázek č. 4: Počet prodaných nových domů v USA (tis.) za období 1998 – 2008.....	24
Obrázek č. 5: Prodejní cena nového rodinného domu v USA - medián (tis. USD).....	25
Obrázek č. 6: Meziroční růst objemu úvěrů nebankovním subjektům (v %), eurozóna.....	27
Obrázek č. 7: Meziroční růst objemu úvěrů na bydlení (v %), eurozóna.....	27
Obrázek č. 8: Plány a skutečnost amerického záchranného programu TARP.....	43
Obrázek č. 9: Vývoj klíčových úrokových sazeb a inflace v eurozóně, USA a Velké Británii v době finanční krize.....	46
Obrázek č. 10: Vývoj HDP a zadluženosti USA v letech 1971-2005 (v bilionech USD)...	64
Obrázek č. 11: Celková míra zadlužení USA v letech 1971-2005 (v % HDP).....	64
Obrázek č. 12: Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005.....	64
Obrázek č. 13: Meziroční růst reálného HDP USA (%) (1.čtvrtletí 2007 - 4. čtvrtletí 2010).....	73
Obrázek č. 14: Průměrná míra nezaměstnanosti USA (%) v období: Leden 2007 – leden 2011.....	75
Obrázek č. 15: Meziroční růst spotřebitelských cen USA (%) v období: Leden 2008 – leden 2011.....	76
Obrázek č. 16: Veřejný dluh zemí EU k HDP v roce 2009.....	80
Obrázek č. 17: Míra nezaměstnanosti v EU a eurozóně.....	85
Obrázek č. 18: Míra nezaměstnanosti v zemích EU – únor 2011.....	86
Obrázek č. 19: Vývoj míry inflace v členských zemích EU a eurozóny v období 2000 – 2010.....	87
Obrázek č. 20: Vývoj míry inflace v jednotlivých zemích EU v únoru 2011.....	87
Obrázek č. 21: Vývoj indexu průmyslové produkce v USA od roku 1920.....	93
Obrázek č. 22: Vývoj indexu průmyslové produkce v Eurozóně od roku 1990.....	93
Obrázek č. 23: Vývoj indexu průmyslové produkce ČR (2005-2010).....	97

## SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Procentuální podíl zadlužených rodin, které jsou šedesát a více dní v prodlení s umořovací splátkou jakéhokoliv svého úvěru vzhledem k percentilu jejich příjmu (pozn. střední příjmová skupina je reprezentována percentilem 40-59,9).....	19
Tabulka č. 2: Procentuální podíl nesplacených spotřebitelských dluhů na disponibilních příjmech (v miliardách dolarů).....	19
Tabulka č. 3: Zhroucení akciových kursů (světové trhy, leden – říjen 2008, z pohledu amerického dolarového investora).....	38
Tabulka č. 4: Rozdělení hlavních příčin současné ekonomické krize.....	54
Tabulka č. 5: Vývoj objemu nových globálních emisí CDOs (svět, 2004-2008, v mld. USD).....	56
Tabulka č. 6: Federální rozpočet USA v letech 2006-2010.....	77
Tabulka č. 7: Salda veřejných rozpočtů jako % z HDP.....	81
Tabulka č. 8: Vládní dluhy jako % z HDP.....	82
Tabulka č. 9: Deficity veřejných financí vybraných zemí eurozóny v % HDP (predikce 2010-2012).....	83
Tabulka č. 10: Veřejný dluh vybraných zemí eurozóny v % HDP (predikce 2010-2012).....	84
Tabulka č. 11: Růst HDP (%) BRICu 2006 – 2010.....	88
Tabulka č. 12: Souhrnná data za Skupinu Škoda Auto a Společnost Škoda Auto, a.s. ve vybraných ukazatelích (období 2007 – 2009).....	102

## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

AAA	Ohodnocení kreditní kvality cenného papíru
ABCP	Asset Backed Commercial Paper (krátkodobý dluhový cenný papír)
AIG	American International Group (americká mezinárodní pojišťovací organizace)
ARM	Adjustable rate mortgage (hypotéky s variabilní úrokovou sazbou)
BRIC	Hospodářské uskupení čtyř zemí (Brazílie, Rusko, Indie, Čína)
CDOs	Collateralized debt obligations (kolateralizované dluhové obligace)
CDS	Credit default swaps (dohody o směně úvěrového selhání)
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ECB	European Central Bank (Evropská centrální banka)
ESRB	European Systemic Risk Board (Evropská rada pro systémové riziko)
EU	Evropská unie
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation (Federální úřad pro pojištění vkladů v USA)
FED	Federal Reserve System, centrální banka Spojených států amerických
HDP	Hrubý domácí produkt
MMF	International Monetary Fund (Mezinárodní měnový fond)
NBER	The National Bureau of Economic Research (Národní úřad pro ekonomický výzkum)
NEI	Nex Export Initiative (Nová exportní iniciativa)
ODM	Originate-to-distribute (obchodní model)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj)
SIV	Structured investment vehicle (strukturovaný investiční prostředek)
SPV	Special purpose vehicle entity, nebo (jednotka pro speciální účely)
SOX	Sarbanes-Oxley Act
TARP	Trouble Asset Relief Program (záchranný plán na podporu americké ekonomiky)
USA	Spojené státy americké

# Úvod

Tématem diplomové práce je současná světová finanční krize a její projevy. Pojem finanční krize se dostal do podvědomí široké veřejnosti ke konci léta 2008 v souvislosti s pádem investiční banky Lehman Brothers. Od té doby se krize začala naplno projevovat a šířit do celého světa. Finanční krize způsobila kolaps celosvětového finančního systému a následně se přelila i do reálných ekonomik Spojených států, zemí Evropské unie a do dalších částí světa, což se v praxi projevilo ve zpomalení hospodářského růstu a recesi. Soudobá finanční krize se dnes všeobecně řadí k nejhorším krizím od dob Velké hospodářské deprese. Protože pojem finanční krize je velmi aktuální a dosud často diskutované téma, přiměla mě ke zpracování tohoto tématu potřeba zjistit, jak vůbec mohlo v dnešní moderní společnosti plné dokonalých informačních systémů dojít ke krizi takového rozsahu, kdo za ni nese zodpovědnost, zda ji někdo předpovídal, jaké nástroje byly použity k utlumení jejich dopadů a jak se krize projevila v celosvětovém měřítku.

Hlavním cílem diplomové práce je komplexně vyjádřit příčiny vzniku finanční krize v celém svém rozsahu, včetně jejího průběhu a projevů na reálnou ekonomiku, způsoby řešení projevů krize různými autoritami a poskytnout tak podklady pro analýzu dané problematiky. Primárně se práce zaměřuje na propuknutí krize v USA, jako hlavního činitele hospodářských otřesů. K dosažení hlavního cíle jsou použity tyto dílčí cíle: Určit počátek současné finanční krize, včetně průvodních jevů a jejich základních příčin. Zhodnotit finanční krizi ve světovém měřítku. Definovat projevy krize na reálnou ekonomiku. Vymezit opatření a nástroje k utlumení dopadů krize a předpovědět budoucí vývoj, respektive nabídnout způsoby jejich řešení. Vyhodnotit zjištěné výsledky a formulovat závěr.

Součástí těchto dílčích cílů bude analýza problematiky současného trendu zadlužování, jak ze strany domácností a finančních institucí, tak ze strany vlád jednotlivých zemí v podobě fiskálních stimulů na záchranu a stabilizaci finančního systému, a rovněž tak na podporu oživení ekonomiky. Práce se dotýká i nových trendů v oblasti investování a finančních inovací a s tím spojené problematiky regulace finančních trhů a rolí ratingových agentur. Práce dále analyzuje hlavní projevy krize podnikové sféry v České republice a zabývá se vnímáním krize z pohledu českých podniků.

Konkrétní projevy krize jsou ilustrovány na vývoji hospodaření významné společnosti z oblasti automobilového průmyslu v České republice.

Pro dosažení cílů práce byla použita vzhledem k charakteru tématu především metoda popisu problému. Finanční krize je téma nové, stále aktuální a rozvíjející, proto byla většina informací čerpána z internetových zdrojů, především pak z odporných webových stránek s ekonomickou problematikou. Pro základ práce jsou využity poznatky z odborné literatury.

# 1 Hlavní indikátory finanční krize

Počátek soudobé finanční krize se začal projevovat již na přelomu let 2006 a 2007, kdy se začala šířit nejistota na trhu amerických nemovitostí spojená s neopodstatněným a prudkým růstem jejich cen. Ke vzniku finanční krize přispělo několik vzájemně propojených faktorů, které v době procesu globalizace měly zákonitě dopady celosvětového významu. Finanční krize a její dopady se neprojevují ze dne na den. Jejich spouštěcí mechanismus má často příčinu v dávné minulosti a jsou výsledkem dlouhodobějších procesů spjatých s fiskální a měnovou politikou, finanční deregulací a liberalizací finančních trhů, úvěrovou expanzí na konkrétní druhy aktiv, změnou makroekonomických regulí okolních zemí, schodky platební bilance apod.

V následující kapitole jsou definovány podstatné indikátory, které stály, či mohly stát, za vznikem soudobé finanční krize. Jedná se o akciovou bublinu z přelomu tisíciletí, dlouhodobé expanzivní zadlužování amerických domácností podporované uvolněnými úvěrovými standardy a růst spotřeby na dluh. Všechny tyto činitele, ve spojení s dalšími, se určitou měrou podílely na vzniku finanční krize.

## 1.1 Akciová bublina

Zárodky finanční krize lze vystopovat na konci 90. let 20. století, kdy akciový trh v USA zaznamenal raketový vzestup cen technologických akcií (jak lze vidět z indexu NASDAQ<sup>1</sup> na obrázku č.1). Tento stav byl ovlivněn růstem hrubého domácího produktu v USA na přelomu osmdesátých a devadesátých let, nízkou mírou inflace, relativně nízkou úrovní politických rizik. Především se jednalo o rozmach internetu, který spočíval v masivní expanzi internetových obchodů, internetových vyhledavačů, vznikala internetová zpravodajství, rozvíjel se internetový marketing a emailová komunikace. Investice do tzv. „nových technologií“ si jejich vlastníci opatřovali především emisemi akcií, jakož to nejlevnějšího prostředku financování. S akciemi bylo možné obchodovat na veřejných burzách. V té době existovala víra akcionářů (společností a domácností) v permanentní a trvalý růst hodnoty těchto akcií, spojenou s růstem tržní hodnoty těchto společností. Na burzu mířily další investoři věřící v další zhodnocování, aniž by jejich očekávání bylo založeno na reálném základu. Poptávka po technologických akciích převyšovala jejich nabídku. Kurz akcií byl „uměle“ tlačěn nahoru, přitom skutečná hodnota dané firmy byla

---

<sup>1</sup> Index NASDAQ je největší ryze elektronický burzovní trh v USA, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-06-12]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>>

často nižší. Celé investiční šílenství bylo navíc podporováno analytiky a ratingovými agenturami. Na finančních trzích tehdy panoval bezbřehý optimismus s převládajícím spekulativním očekáváním na další zhodnocování. Postupem času došlo k nadhodnocení akcií a utvoření tzv. dot-com bubble,<sup>2</sup> neboli akciové bubliny. Akciová bublina tedy spočívala v rozdílné hodnotě akcií obchodovaných na finančních trzích a jejich skutečné vnitřní hodnotě.<sup>3</sup>

V létě roku 2000 akciová bublina splaskla a v USA došlo k pádu nadhodnocených technologických akcií a razantnímu poklesu akciových indexů.



Obrázek č.1: Vývoj indexu NASDAQ, v období 1994-2004

Zdroj: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

Na technologickém trhu NASDAQ dosáhla cenová bublina svého maxima v březnu 2000. Z grafu je patrné, že po splasknutí cenové bubliny, index po dobu tří let klesal, aby se postupně vrátil na hodnoty z let 1997 a 1998, což by tedy odpovídalo skutečnému vývoji.

Během vývoje let 2000 až 2003 řada společností spojených s internetovými technologiemi zbankrotovala, prošla postupnou restrukturalizací, propouštěním zaměstnanců a omezením dalších investic. Na řadu přišlo vystřízlivění z neuvážených investic do internetových technologií, které bylo nutno nadobro odepsat, mnohé budované kapacity internetových sítí zůstaly nevyužity, řada investorů, kteří nastoupili do spekulativní bubliny nejpозději, přišli o peníze. Výsledkem všeho bylo, že firmy plošně omezily investice, domácnosti své výdaje, kurz dolaru se kvůli přesunu investic z USA do jiných

<sup>2</sup> Dot-com bubble představuje spekulativní bublinu na trhu technologických akcií, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-06-12]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble)>

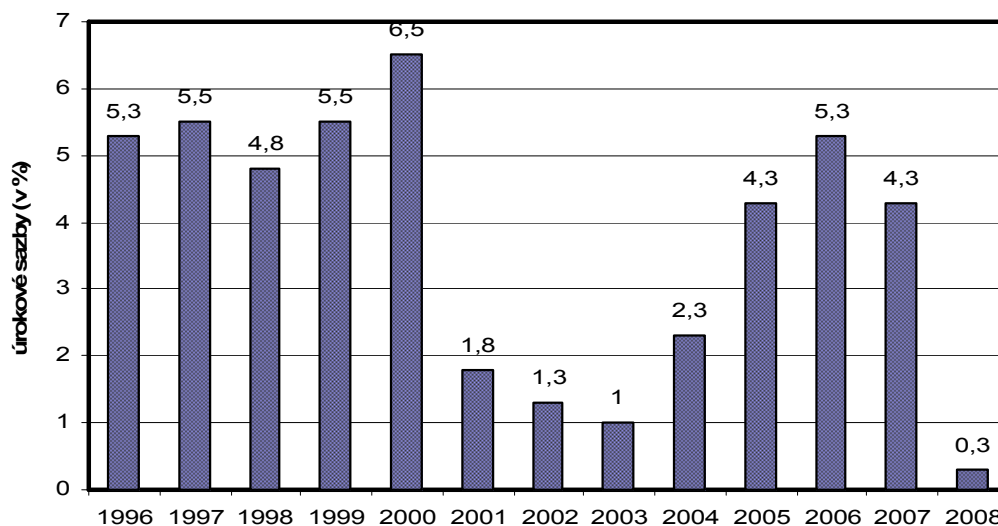
<sup>3</sup> ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-06-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>



částí světa značně oslabil a ekonomika USA po vlně pravidelného růstu zamířila do recese.<sup>4</sup>

## 1.2 Politika levných peněz

Po splasknutí akciové bubliny se zdálo, že americké hospodářství míří do dlouhodobé recese, která nakonec byla mírnější, než se obecně očekávalo, a trvala pouze několik měsíců. Značný podíl na zmírnění důsledků recese měla americká centrální banka FED<sup>5</sup>, která svoji expanzivní monetární politikou<sup>6</sup> snížila úrokové sazby, a to v takové míře, že zabránila dlouhodobější stagnaci amerického hospodářství. Základní úroková sazba se snížila během jediného roku z hodnoty 6,50 na 1,75 procentního bodu (vývoj základní úrokové sazby FEDu je znázorněn na obrázku č. 2). Za tímto krokem je třeba hledat snahy FEDu oživit ekonomiku ve stimulaci firem k větším investicím a domácnosti k větší spotřebě díky politice „levných“ peněz.



Obrázek č. 2: Vývoj základních úrokových sazeb FEDu v letech 1996-2008 (konec roku v %)  
Zdroj: <<http://www.euroekonom.cz/grafy-svet-data.php?type=usa-fedurok-rok>>

Tato představa se zcela vyplnila. Komerční banky si tak mohly půjčit peníze s menšími náklady, což v konečném důsledku vedlo ke snížení jejich úrokových měr pro firmy a domácnosti. Peněžní prostředky se staly dostupnějšími a vedly k relativně levným investicím ze stran firem, které se díky splasknutí akciové bubliny ocitly na pokraji

<sup>4</sup> ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-07-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

<sup>5</sup> FED (Federal Reserve System) – centrální bankovní systém USA, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/wiki/FED>>

<sup>6</sup> Expanzivní monetární politika sleduje pokles úrokových sazeb prostřednictvím růstu nabídky peněz, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Monet%C3%A1rn%C3%AD\\_politika](http://cs.wikipedia.org/wiki/Monet%C3%A1rn%C3%AD_politika)>

bankrotu, protože se jim nedostávalo dostatek finančních prostředků. Tento krok přivítaly i domácnosti, které byly rovněž postiženy ztrátami z investic do technologických akcií. Pro ně snížení úrokových sazeb vedlo k růstu poptávky a spotřeby, zejména pak po spotřebním zboží a nemovitostech. Tento efekt měl za následek, že HDP<sup>7</sup> Spojených států se nepropadlo do záporných hodnot, ale navíc v letech 2001 – 2004 mírně rostlo.<sup>8</sup>

### 1.3 Úvěrová expanze a zadlužování domácností

Základní úroková sazba FEDu se snížila na pouhé jedno procento v červnu 2003. To sebou neslo i stinné stránky v podobě nekontrolovatelného zadlužování a spotřebě na dluh. Expanzivní monetární politika vedla komerční banky k nabízení různých typů úvěrů, včetně hypotečních, za nízkých úrokových sazeb. V té době dosáhl na levnou hypotéku téměř každý, i lidé s nízkými a středními příjmy. Navíc americké domácnosti byly ze všech stran přesvědčovány a podporovány v pořízení si vlastního bydlení, nejlépe formou hypotéky.<sup>9</sup>

Problém se dotýkal i trhu kreditních karet a spotřebitelských úvěrů. Například ke konci roku 2005 dosahoval průměrný dluh na jednoho držitele kreditní karty bezmála 5 000 dolarů a celková pasivní bilance kreditních karet činila ke konci roku 2005 částky 838 miliard dolarů.<sup>10</sup>

Zadlužování domácností často převyšovalo jejich reálné možnosti ve splácení úvěrů, úroků a různých poplatků, a proto se tyto domácnosti dostávají do prodlení s plněním svých platebních povinností. V následující tabulce je uveden procentuální podíl zadlužených rodin, které jsou šedesát a více dní v prodlení s umořovací splátkou jakéhokoliv svého úvěru.

---

<sup>7</sup> HDP je celková peněžní hodnota statků a služeb vytvořená za dané období na určitém území, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Hrub%C3%BD\\_dom%C3%A1c%C3%AD\\_produkt](http://cs.wikipedia.org/wiki/Hrub%C3%BD_dom%C3%A1c%C3%AD_produkt)>

<sup>8</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-07-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

<sup>9</sup> Kohout P. Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 12

<sup>10</sup> Jane J.Kim. The Credit - Card Katapult. *Wall Street Journal* [online] 2006 [cit. 2010-10-12]. Dostupný na WWW: <<http://online.wsj.com/article/SB114324309529007930.html>>

*Tabulka č. 1: Procentuální podíl zadlužených rodin, které jsou šedesát a více dní v prodlení s umořovací splátkou jakéhokoliv svého úvěru vzhledem k percentilu jejich příjmu (pozn. střední příjmová skupina je reprezentována percentilem 40-59,9)*

percentil příjmu	1995	1998	2001	2004
< 20	10,2	12,9	13,4	15,9
20-39,9	10,1	12,3	11,7	13,8
40-59,9	8,7	10,0	7,9	10,4
60-79,9	6,6	5,9	4,0	7,1
80-89,9	2,8	3,9	2,6	2,3
90-100	1,0	1,6	1,3	0,3

Zdroj: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/2004/bull0206.pdf>> (s.35), převzato od: FOSTER J.; MAGDOFF F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 33.

V tabulce lze vidět, jak ve skupině rodin nacházející se pod 80 percentily příjmu, strmě roste podíl zadlužených rodin od roku 1995. Na druhou stranu, podíl zadlužených rodin nad 80 percentily jejich příjmu, které jsou pozadu s platbami svých úvěrů, se zmenšoval.

Pro dokreslení celé problematiky je vztah spotřebitelského zadlužování domácností k disponibilním příjmům znázorněn v tabulce č. 2. Z tabulky je patrné, že podíl nesplacených spotřebitelských dluhů vůči disponibilním příjmům se během let 1975 až 2005 více než zdvojnásobil, což bylo převážně umožněno nízkými úrokovými sazbami v letech 2001 až 2004.

*Tabulka č. 2: Procentuální podíl nesplacených spotřebitelských dluhů na disponibilních příjmech (v miliardách dolarů)*

	Spotřebitelský dluh	Disponibilní příjem	Dluh vyjádřen v % z disponibilních příjmů
1975	736,3	1187,4	62,0
1980	1397,1	2009,0	69,5
1985	2272,5	3109,3	73,0
1990	3592,9	4285,8	83,8
1995	4858,1	5408,2	89,8
2000	6960,6	7194,0	96,8
2005	11496,6	9039,5	127,2

Zdroj: <<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/20060309/z1.pdf>>, převzato od: FOSTER J.; MAGDOFF F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s.29

Foster a Magdoff<sup>11</sup> dále poukazují na tu skutečnost, že americké domácnosti v období červenec 2005 až červen 2006 utratily o 1,1 biliónu dolarů více, než si vydělaly, a dále konstatují, že takový negativní trend v zadlužování nemá obdoby od Velké hospodářské krize ve třicátých letech 20. století. Navíc ke konci března 2006 činil celkový dluh domácností 11,8 bilionu dolarů.

Původní předpoklady bankéřů FEDu byly, že spotřeba a rostoucí míra zadlužování se stanou novým motorem růstu ekonomiky a tyto stimuly budou mít dlouhodobější účinek. Ovšem ukázalo se, že dlouhodobé zadlužování nevede k očekávanému dlouhodobému růstu ekonomiky, ale naopak spíše k její stagnaci, nestabilitě finančního systému a tvorbě spekulativních bublin.

## **1.4 Hypoteční krize a realitní dluhová bublina**

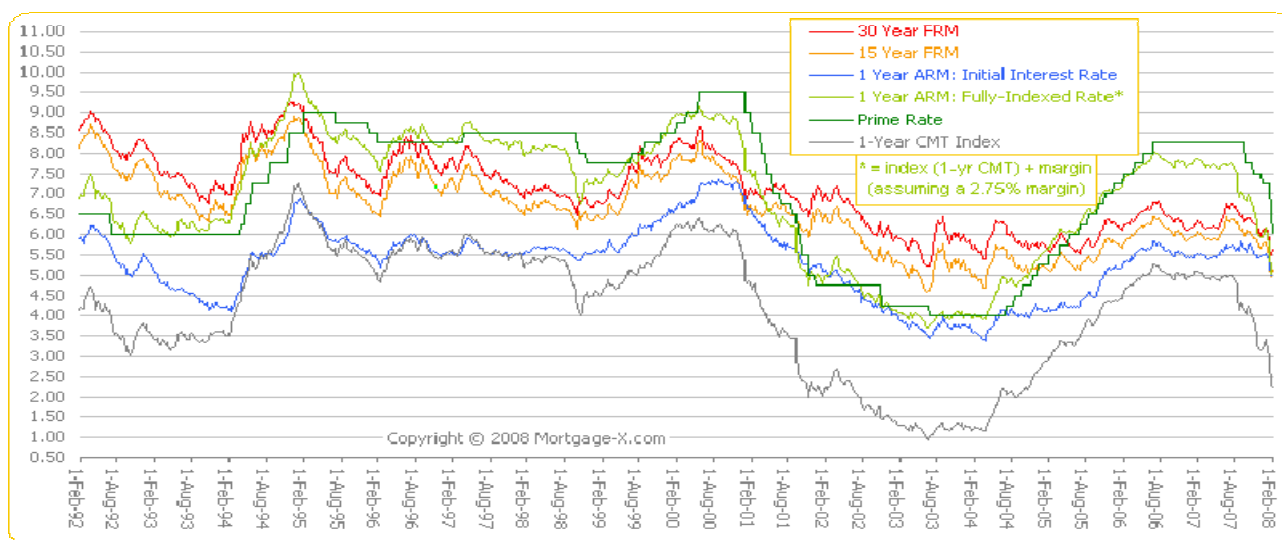
Nejen v USA, ale i v celé řadě evropských zemí a v jiných částech světa způsobily levné úvěry hypoteční boom a současně i žádaný hospodářský růst. Domácnosti preferovaly spotřebu na dluh a prostřednictvím hypotečních úvěrů si pořizovaly vlastní nemovitosti, což díky nízkým hypotečním úrokovým sazbám bylo samozřejmě atraktivní, ale dosti riskantní. Sazba hypotečního úvěru s 30 letou fixací klesla v průběhu roku 2003 těsně pod hranici 5,50 %, s 15letou fixací pod 4,50 % a u hypotéky s pohyblivou úrokovou mírou na hranici 3,50 %. A právě pohyblivé úrokové míry se ukázaly jako jedna z hlavních příčin vzniku finanční krize. Dalším typem hypoték byly takové, u kterých klient po určitou dobu (například po dobu dvou let) platil pouze úroky, a až po uplynutí této doby začal splácet jistinu. Tento typ hypoték také způsobil značné problémy, protože splátka úroku činila méně, než splátka samotné jistiny dluhu.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Foster J, Magdoff F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s.50

<sup>12</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-07-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

Vývoj hypotečních úrokových sazeb je zachycen na obrázku č.3.



Obrázek č. 3: Historické hypoteční úrokové sazby u hypoték v USA v období 1992 až 2008

Zdroj: <<http://www.euroekonom.cz/grafy/usa-hypoteky.gif>>

Z grafu jsou nejdůležitější hypotéky s variabilní úrokovou mírou, tzv. ARM (Adjustable Rate Mortgages), které jsou znázorněny modrou křivkou (Initial Interest Rate) a světle zelenou křivkou (Fully-Indexed Rate). Modrá křivka představuje roční úrokovou sazbu platnou na počátku hypoteční smlouvy, kterou lze po jednom roce od uzavření smlouvy libovolně měnit dle rozhodnutí věřitele (taková sazba je často nižší než bývá tržní sazba – s cílem přilákat další zájemce). Světle zelená křivka pak zobrazuje skutečnou hodnotovou sazbu hypotéky s pevnou roční fixací, kdy tato sazba roste od roku 2003 rychleji než sazba Initial Interest Rate, což je způsobeno snižujícím se podílem podhodnocené sazby oproti sazbě skutečné.

U pohyblivé úrokové míry je takové riziko, že majitel hypotečního úvěru neví, jak se bude do budoucna vyvíjet výše jeho měsíční splátky, protože výše úroku je pevně fixována pouze po určité období. Většina domácností se tak nechala zlákat na počáteční nízké úročení s vidinou toho, že výše úrokových měr zůstane po delší dobu stabilní a oni nakonec zaplatí celkově nižší finanční obnos, než u hypoték s pevnou fixací, což se nakonec ukázalo jako naivní představa. Když si uvědomíme, že hypotéky s pohyblivou úrokovou mírou si pořizovaly převážně domácnosti s nízkými a středními příjmy za účelem minimalizace hypotečních splátek, pak by případný růst úrokových sazeb vyvolal u těchto domácností velký zásah do rodinných rozpočtů. Od roku 2004, kdy FED začal zvyšovat

základní úrokové sazby, skutečně došlo k tomu, že domácnosti přestaly být schopné hypotéky splácet.<sup>13</sup>

Foster a Magdoff<sup>14</sup> uvádějí, že ke konci roku 2005 činila celková úroveň splatného hypotečního dluhu částku 8,66 bilionu dolarů a míra hypotečního zadlužení se mezi lety 2000 a 2005 zvýšila o 75%.

Pavel Kohout v této souvislosti prezentuje závěry významného ekonoma Josepha Stiglitze na téma informační asymetrie. Uvádí, že klasická ekonomie je sice založena na předpokladu, že všichni účastníci ekonomického života jsou racionální a plně informováni, ale moderní ekonomie již tyto závěry nesdílí. Praxe ukazuje, že lidé nejsou vždy dostatečně racionální a plně informováni, protože jednají v emocích, v čemž je výrazně podporují různí hypoteční makléři a realitní agenti. Lidé k těmto osobám mají bezbřehou důvěru, protože se mylně domnívají, že oni mají ty správné informace a rozumí problematice. Ovšem tito lidé vědomě dezinformovali klienty ohledně struktury a výše hypotečních splátek, pomáhali falšovat údaje o výši příjmů a zamlčovali informace o skutečném vývoji v cenách nemovitostí. Tím z jejich strany docházelo ke zneužití informační výhody s cílem sjednat maximální objem obchodů bez ohledu na výsledek a hlavně budoucí následky.<sup>15</sup>

#### **1.4.1 Substandardní hypotéky a jejich sekuritizace**

Největší podíl na růstu objemu hypoték na koupi domů měly tzv. substandardní hypotéky, neboli tzv. subprime hypotéky. Tento typ hypoték byl „navržen“ právě pro méně bonitní obyvatele bez dostatečného kreditu, kteří by si za normálních okolností nemohly koupit domu dovolit. Substandardní hypotéky představovaly pro klienty zvýšenou míru rizika s jejich nesplácením ve chvíli, kdy uplynula krátkodobá fixační doba a banka zvýšila úrokové sazby. Protože se jednalo o hypotéky, u nichž byla nabízena mimořádně nízká úroková sazba na samém počátku, došlo po ukončení fixace k jejich zvýšení, což se v budoucnu projevilo na objemu nesplácených hypoték. Substandardní hypotéky bylo prodávány poměrně snadno, a to zejména proto, že byly nabízeny méně vzdělaným lidem. Významnou roli zde sehrály i praktiky hypotečních makléřů, kteří jsou schopni neznalého

---

<sup>13</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-07-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

<sup>14</sup> Foster J, Magdoff F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 35, 50

<sup>15</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 20, 37- 38

klienta přesvědčit, že ceny nemovitostí mohou jít pouze a výhradně nahoru a že hypotéka, která spolkně většinu čistých měsíčních příjmů domácnosti, je vlastně vynikající obchod.<sup>16</sup>

Na finančním trhu vznikl v souvislosti s úvěrovou expanzí nový nástroj, kterým se stala tzv. sekuritizace hypoték. Jedním z hlavních účelů takové sekuritizace bylo diverzifikovat riziko. Banky, ve snaze snížit svoje úvěrové riziko, z důvodu nesplácení hypotečních úvěrů, vyváděly ze svého účetnictví úvěry s vyšším rizikem (včetně substandardních hypoték). Ty vyměňovaly investičním bankám kdekoli ve světě za hotovost nebo za aktiva s nízkým rizikem. Investiční banky pak tyto rizikové úvěry sekuritizovaly, tj. skupovaly je do balíků, na které vydávaly dluhové cenné papíry (například tzv. CDOs – collateral debt obligations) a ty prodávaly na obchodovatelných veřejných trzích. Tyto cenné papíry pak končily v bilancích jiných bank a fondů. Důležitou roli v celém procesu sehrály ratingové agentury, které dávaly těmto dluhopisům vysoký rating, a proto je kupovali i konzervativní investoři, např. pojišťovny nebo penzijní fondy. Úvěrová rizika tak byla nejen rozptýlena, ale také skryta, resp. překrývaná dobrým ratingem. Platební neschopnost části dlužníků a pokles cen nemovitostí snížily hodnotu sekuritizovaných cenných papírů a investiční banky utrpěly obrovské ztráty.<sup>17</sup>

Proces sekuritizace přinášel jejich nositelům řadu výhod, spočívající zejména v převodu rizika na jiné subjekty a získání likvidity umožňující financovat další hypotéky, mnohem rizikovější. Pro investory tyto sekuritizované cenné papíry znamenaly alespoň v počátku vysoký a pravidelný výnos.

Sekuritizace měla dalekosáhlé dopady na finanční trhy, protože se nenaplnil předpoklad, že pokud dojde k rozptýlení a diverzifikaci rizika v rámci sekuritizace, bude riziko rozptýlené po celém světě a následně tím tak případné negativní dopady nebudou tak dramatické. Diverzifikace rizika měla ovšem zcela opačný dopad, protože během první vlny paniky ohledně hypoteční krize (v létě roku 2007), nikdo přesně nevěděl, kde všude mohou být rozmístěny špatné úvěry z amerických subprime hypoték, jaké finanční instuce mohou být „nakaženy“ špatnými úvěry a v jaké míře. Nebylo ani jasné, v jakém rozsahu jsou cenné papíry kryty nekvalitními úvěry, takže investoři neměli sebemenší tušení, co je vlastně obsahem jejich investice. Burzovní trhy po celém světě zachvátila panika, neboť se každá

---

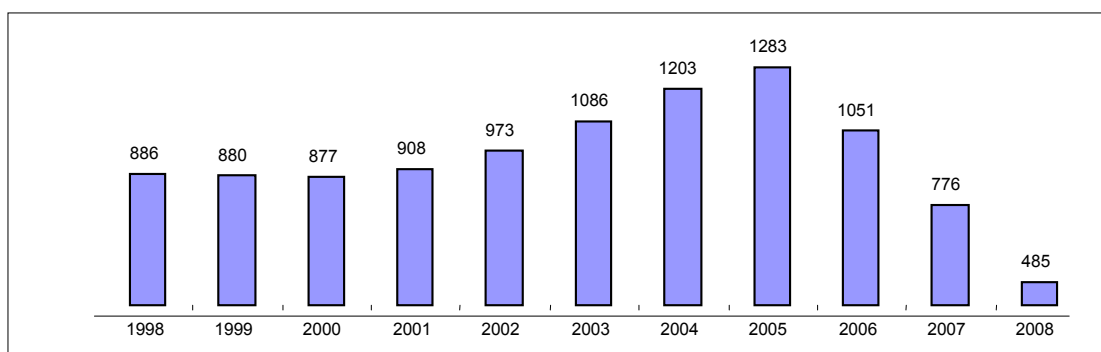
<sup>16</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 12

<sup>17</sup> Holman R., [et.al.]. Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku? Sborník textů. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 11-12

finanční instituce stala podezřelou z držení rizikových cenných papírů, což mělo negativní dopady na pokles cen rizikových investic, ale také na pokles cen ostatních aktiv.<sup>18</sup>

#### 1.4.2 Realitní dluhová bublina

V době nízkých úrokových sazeb došlo k enormnímu nárůstu prodeje amerických nemovitostí. Jak vidíme z následujícího obrázku, dosáhl prodej nových rodinných domů v USA v roce 2001 počtu 908 000 tisíc, v roce 2002 již 973 000 tisíc, a v roce 2005 vystoupal prodej až k hodnotě 1,283 miliónu. Celkový nárůst za období let 2002 až 2005 činí 29,2%.<sup>19</sup>



Obrázek č. 4: Počet prodaných nových domů v USA (tis.) za období 1998 - 2008

Zdroj: <<http://www.euroekonom.cz/grafy-svet-data.php?type=usa-prodanedomy-rok>>

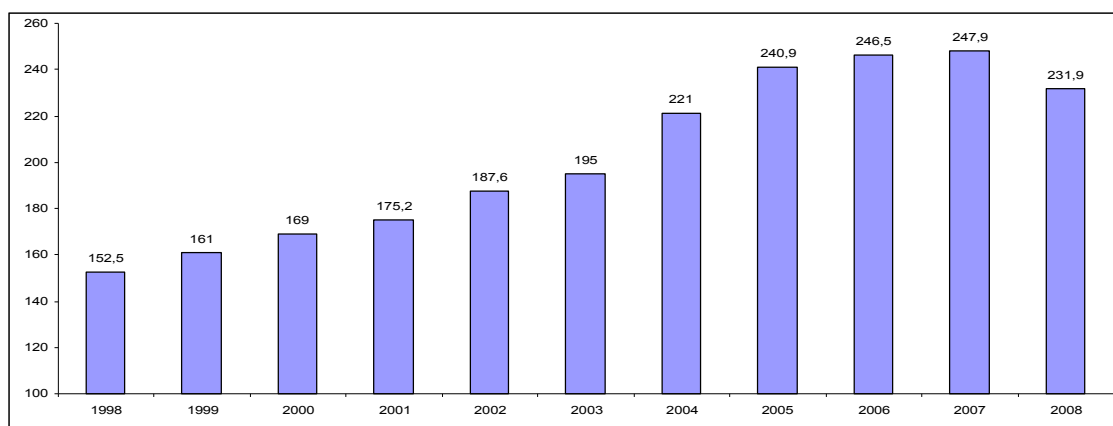
S prodejem nových domů rostla i jejich cena, která se zvýšila z částky 175 000 dolarů (rok 2001) na částku 241 000 dolarů (rok 2005), což představuje meziroční nárůst cen o 8 %. Ovšem navzdory tomu se reálné mzdy (očistěné o inflaci) průměrné domácnosti za období let 1999–2005 nepřetržitě propadaly a například v roce 2005 klesly oproti předchozímu roku o 0,8 %<sup>20</sup>, z čehož je patrné, že většina domů (stejně tak dalších spotřebních výdajů) byla pořízena za dluhové peníze.

<sup>18</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s.16, 21

<sup>19</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-20-01]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>

<sup>20</sup> Bernstein J. Wages Pictures: Economic Policy Institute [online]. 2006 [cit. 2011-21-01]. Dostupný na WWW: <[http://www.epi.org/publications/entry/webfeat\\_econindicators\\_wages\\_20060131/](http://www.epi.org/publications/entry/webfeat_econindicators_wages_20060131/)>





Obrázek č. 5: Prodejní cena nového rodinného domu v USA - medián (tis. USD)

Zdroj: <<http://www.census.gov/const/uspriceann.pdf>>

Úvěrová expanze spojená s růstem spotřebních výdajů se tedy projevila roustoucími cenami nemovitostí, v čemž byl spatřován hlavní faktor hospodářského oživení po propadu finančních trhů v roce 2000. Již v dubnu roku 2002 napsala ekonomka a finanční analytička Stephanie Pomboyová článek „Přesun velké bubliny“ (The Great Bubble Transfer), v kterém upozorňovala na tu skutečnost, že dochází k přesunu akciové bubliny do bubliny hypoteční a realitní, kdy ceny nemovitostí, díky úvěrové expanzi podpořenou stimulací spotřebních výdajů a spekulativní poptávkou jsou uměle nadhodnocovány a čistá majetková hodnota nemovitostí je mnohem nižší.<sup>21</sup>

## 1.5 Shrnutí předpokladů stojících za vznikem soudobé finanční krize v USA

Finanční krize má tedy svoje kořeny v době, kdy FED s cílem nastartovat hospodářský růst po splasknutí akciové bubliny snížil úrokové sazby na historické minimum, což vyvolalo na americkém trhu masivní poptávku domácností po úvěrových produktech. Tato zvýšená poptávka vyvolala růst cen nemovitostí, jejichž hodnota neodpovídala skutečné ceně na trhu bydlení, ale odrážela pouze spekulativní tendence na jejich trvalý růst. Právě boom na trhu s nemovitostmi je nejvýraznějším projevem investičního optimismu způsobeného měnovou expanzí.

Postupem doby (zhruba od poloviny roku 2007) narůstaly problémy se splácením úvěrů. Následkem toho se spustila řetězová reakce odstartovaná pádem cen na trhu nemovitostí,

<sup>21</sup> Článek dále prezentuje závěry společnosti Fannie Mae, podle níž činí průměrná hodnota poskytnutého úvěru 34.000 dolarů a cena průměrného domu je 150 000 dolarů, takže majitel domu zatíží 20 % jeho hodnoty hypotékou, což je značné riziko do budoucna v případě poklesu cen nemovitostí a růstu umořovací splátek. Tento stav by vedl ke snížení kapitálových podílů vlastníků nemovitostí, znamenal by splasknutí realitní bubliny a finanční ztráty pro samotné domácnosti, ale také pro celý finanční sektor. Pomboy Stephanie. The Great Bubble Transfer [online]. 2006 [cit. 2011-21-01]. Dostupný na WWW: <[http://www.macromavens.com/reports/the\\_great\\_bubble\\_transfer.pdf](http://www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf)>

zhoršování kvality bankovních bilancí, zbavování se akcií a uchylování se k držbě peněžní hotovosti. Nedostatečná likvidita či nesolventnost bank vyústila v celkový útlum mezibankovního půjčování na peněžním trhu. Situace je nazývána jako credit crunch (zamrznutí úvěrů).<sup>22</sup> Moderní finanční nástroje přestaly být široce obchodovatelné a optimismus účastníků finančního trhu byl vystřídán panikou a pesimismem. Logickým výsledkem byly poklesy rezidenčního trhu, finančních aktiv, burzovních indexů a úpadkové potíže investičních bank ve Spojených státech. Následovaly ztráty řady finančních a bankovních institucí v Evropě a přerůstání finanční krize ve druhé polovině roku 2008 do předzvěsti hlubší recese s obavou globálního propadu ekonomické výkonnosti v následujících letech.<sup>23</sup>

## 1.6 Počátky finanční krize v Evropě

Motorem hospodářského růstu v Evropě v období let 2003-2007 byla, stejně jako v USA, expanzivní měnová politika Evropské centrální banky (ECB)<sup>24</sup>, jejíž politika nízkých úrokových sazeb vedla k úvěrové expanzi a především k zadlužování soukromého sektoru. Důvodem pro snižování úrokových sazeb byla potřeba stimulovat a oživit hospodářský růst po splasknutí akciové bubliny, teroristických útocích na Spojené státy z 11. září 2001, atentátech v Madridu a Londýně, válce v Iráku, účetních skandálech a v neposlední řadě i z důvodu dlouhotrvající stagnace ekonomik v Německu a Itálii.

Na následujícím obrázku lze vidět jak rostl objem úvěrů. V období vrcholu technologické bubliny rostl objem úvěrů tempem 10-12 % v meziročním vyjádření. Po jejím splasknutí ztrácely akciové indexy na hodnotě a evropská ekonomika byla postižena stagnací a recesí. Ta dosáhla svého vrcholu v létě 2003. Poté úvěrová expanze opět nabrala na síle právě z důvodu nízkých úrokových sazeb.<sup>25</sup>

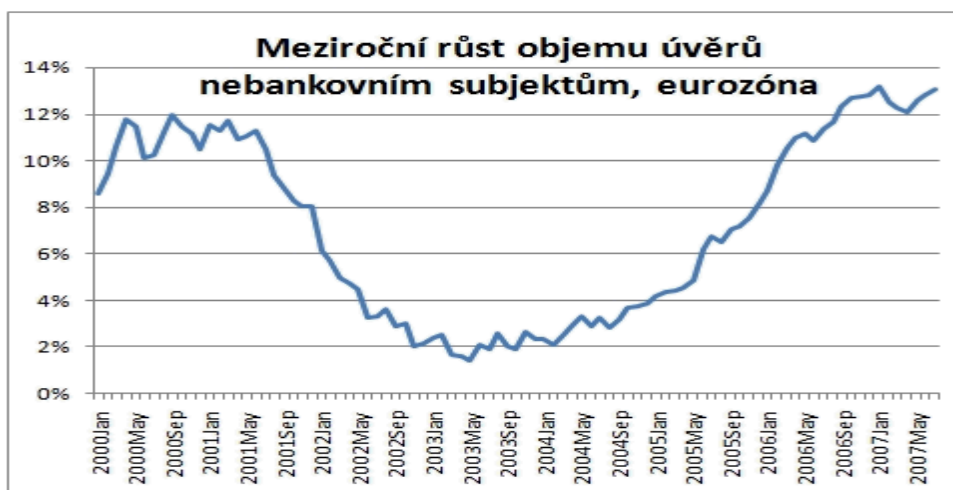
---

<sup>22</sup> Pojem credit crunch představuje snížení dostupnosti úvěrů na mezibankovním trhu, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-01]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://http://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_crunch](http://http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_crunch)>

<sup>23</sup> Fárek J. Transformace finanční krize v globální hospodářský útlum: poučení, výzvy a geopolitické souvislosti. Mezinárodní politika. 2009, roč. 33, č. 2, s. 5. ISSN 0543 -7962.

<sup>24</sup> Evropská centrální banka (ECB) je centrální bankou pro evropskou jednotnou měnu euro. Hlavním cílem ECB je péče o kupní sílu eura, tedy o cenovou stabilitu v eurozóně. Eurozóna se skládá ze sedmnácti států Evropské unie, které od roku 1999 zavedly euro. Její sídlo je ve Frankfurtu nad Mohanem. *Evropská centrální banka* [online], [cit. 2011-08-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.ecb.int/ecb/html/index.cs.html>>

<sup>25</sup> Kohout Pavel. Co je motorem hospodářského růstu. *Blog.aktualně.cz* [online]. 2007 [cit. 2011-20-01]. Dostupný na WWW: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>>

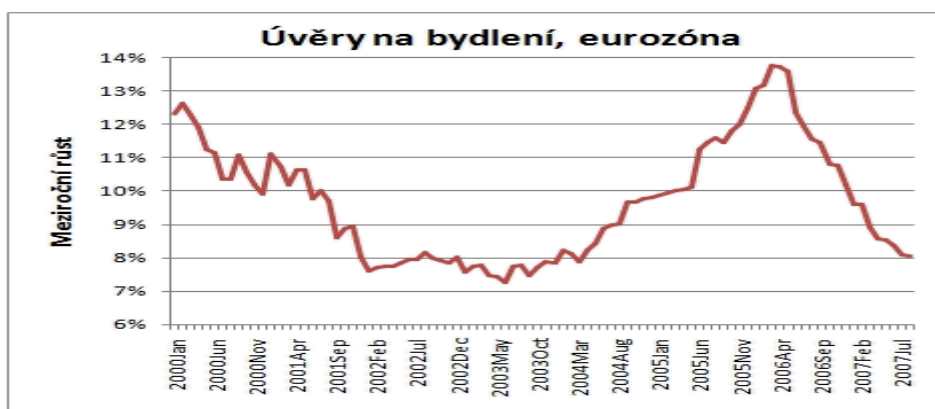


Obrázek č. 6: Meziroční růst objemu úvěrů nebankovním subjektům (v %), eurozóna  
Zdroj: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>>

Úvěrový boom spojený s nadbytkem peněz v oběhu stál i za zlepšením makroekonomických ukazatelů eurozóny, jako je například nízká míra nezaměstnanosti, nízká míra inflace, vysoké zisky podniků, relativně dobrý stav veřejných financí.

I v řadě evropských zemí způsobily levné úvěry hypoteční boom, jako například ve Španělsku, Irsku, Maďarsku, Slovensku a Česku.

Následující obrázek znázorňuje dynamiku růstu hypotečních úvěrů, která byla na svém maximu na jaře 2006 a od této doby strmě klesala. Důvodem byla měnová politika ECB, která před obavami z rychlého růstu ekonomiky a inflačních tlaků počínaje podzimem 2005 zvyšovala krátkodobé úrokové sazby, což se stalo varovným signálem pro zpomalení ekonomického růstu v dalším období v důsledku zvýšení hypoteční delikvence ze strany dlužníků, poklesu kvality bankovních úvěrových portfolií, krizi úvěrů (credit crunch), recese stavebního průmyslu a poklesu akciových indexů.<sup>26</sup>



Obrázek č. 7: Meziroční růst objemu úvěrů na bydlení (v %), eurozóna  
Zdroj: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>>

<sup>26</sup> Kohout Pavel. Španělsko, euro a nemovitosti. *Investujeme.cz* [online]. 2007 [cit. 2011-20-01]. Dostupný na WWW: <<http://www.investujeme.cz/clanky/spanelsko-euro-a-nemovitosti/>>

## 2 Globální finanční krize a její projevy

Společným jmenovatelem krizí, jak je známe posledních třicet let, je „finanční revoluce“ z 80. a 90. letech minulého století. Finanční krize se projevuje rozmachem informačních technologií, finančními inovacemi, liberalizací pohybu kapitálu, redukcí nákladů na finanční transakce a explozivním růstem celkové zásoby finančních aktiv. Podílejí se na nich i aktuální trendy v bankovníctví, zejména stále zvětšování finanční síly mezinárodně působících bank, přemíra institucí vstupujících do bankovního podnikání a sektoru finančních služeb.<sup>27</sup>

Na příčinách vzniku soudobé krize se podílelo více faktorů a nelze jednoznačně určit, který z nich stál za jejím zrodem. Spíše se lze přiklonit k závěru, že působení jednotlivých vlivů bylo společné. Jaké byly tyto faktory či vlivy? Mezi ně lze zařadit fáze hospodářského cyklu,<sup>28</sup> kdy podle některých analytiků a ekonomů dosáhl hospodářský cyklus svého vrcholu, za kterým musela zákonitě následovat recese. Špatná politika FEDu. Dlouhodobý deficit obchodní bilance Spojených států a obrovská zadluženost soukromých a veřejných financí. Snaha americké vlády umožnit vlastnictví domu každému, i domácnostem s nízkými příjmy a nízkou kreditní kvalitou (tato vládní politika byla uskutečňována cestou zákona o reinvesticích v rámci komunit – (Community Reinvestment Act).<sup>29</sup> Finanční inovace a jejich nedostatečná regulace spojená se zkreslováním účetnictví. Financializace kapitálu<sup>30</sup> a spekulativní chování investorů na neustálý růst hodnoty aktiv.

Obecně se předpokládá, že takovým předstupněm finanční krize na finančních trzích bylo prasknutí hypoteční a realitní bubliny.

---

<sup>27</sup> Fárek J.;Kraft J. Světová ekonomika za prahem nového století globálních změn (vstup do 21.století), s. 52-53

<sup>28</sup> Hospodářský cyklus je přirozenou součástí každé ekonomiky, kdy ekonomické výkyvy jsou způsobeny střídajícími se vlnami optimismu a pesimismu na finančních trzích, které se přelévají do reálné ekonomiky. Tyto výkyvy jsou připisovány měnícím se preferencím spotřebitele, úbytku či nárůstu přírodních zdrojů, novým technologiím apod. Pro hospodářský cyklus je tedy typické střídání fází expanze a recese a pravidelnou fluktuaci skutečného produktu od potencionálního.

<sup>29</sup> Community Reinvestment Act je americký federální zákon na podporu komerčních bank při poskytování pomoci k uspokojení bytových potřeb i nízko příjmových domácností, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-29-01]. Anglická verze. Dostupný na WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Community\\_Reinvestment\\_Act](http://en.wikipedia.org/wiki/Community_Reinvestment_Act)>

<sup>30</sup> Pojem financializace kapitálu požívaný od konce šedesátých let znamená posun těžiště ekonomické aktivity od výroby k finančnictví a vyjadřuje tak rostoucí důležitost finančních trhů, finančních a řídicích institucí pro fungování hospodářství, jak na národní, tak na mezinárodní úrovni.

## 2.1 Splasknutí hypoteční a realitní bubliny

Pavel Kohout<sup>31</sup> definoval mechanismus vzniku bublin následovně: „...*Mechanismus vzniku bubliny je zhruba tento:*

- *Lidé vnímají akcie/nemovitosti jako snadný způsob, jak bez rizika vydělat peníze.*
- *Lidé kupují akcie/nemovitosti v naději, že jejich cena poroste.*
- *V důsledku zvýšení poptávky cena skutečně roste.*
- *Růst vyvolá očekávání dalšího růstu, trh je optimisticky naladěn, měnový doping vyvolává euforii.*
- *V určitém bodu dosáhnou ceny akcií/nemovitostí takových rozměrů, že je nelze ekonomicky odůvodnit“, a dále pokračuje:*
- *„v případě nemovitostí může bublina cen bytů představovat závažnou překážku pro běžné rodiny, které si bydlení pořizují nikoliv ze spekulativních účelů, nýbrž pro bydlení. Jakmile cena běžného bytu výrazně překročí hranici dostupnosti pro příslušníky středních příjmových tříd, vzniká prostředí, kde bublina může kdekoliv prasknout.“*

Problémy se spekulativní bublinou mohou odstartovat téměř kdykoli a k prasknutí bubliny postačí být i jen malý podnět. Tímto podnětem může být zvýšení úrokových sazeb, nepříznivý vývoj hospodářského cyklu, problémy v bankovním apod.

Bankovní rada FEDu se rozhodla postupně od roku 2004 zpřísnovat měnovou politiku a zvyšovat základní úrokové sazby pro americké komerční banky (na vině byly zřejmě obavy z inflačních tlaků v ekonomice, které se nakonec nepotvrdily, neboť meziroční růst spotřebitelských cen v letech 2004 až 2007 kolísal mezi 2 až 3 %). FED postupně zvedal základní úrokovou sazbu až na úroveň 5,3 % v roce 2006, byť se již v létě 2006 objevovaly první signály problémů na americkém trhu s nemovitostmi. Komerční banky v USA promítly tento růst do zvýšení hypotečních úrokových sazeb, což v praktickém důsledku znamenalo zvýšení měsíční výše hypoték pro domácnosti. Sazba hypotéky s jednoletou fixací vzrostla během tří let z rekordně nízkých 3,50 na 5,50 procentních bodů, hypotéka s 15letou fixací podražila z 5 na 6 procent, hypotéka s třicetiletou letou fixací z 5,50 na 6,50 procenta.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Kohout P. Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 133

<sup>32</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-05-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>

Na přelomu let 2006 a 2007 výrazně poklesl počet žádostí o hypotéku, dramaticky klesl zájem o nákup rodinných domů a výrazně vzrostla prodejní doba nového rodinného domu. Růst hypotečních úrokových sazeb a následný nárůst měsíčních splátek hypoték dostal do finanční tísně nejméně bonitní domácnosti.<sup>33</sup>

Pavel Krugman<sup>34</sup> v této souvislosti uvádí, že v létě 2006 dosahovala cenová bublina v USA svého vrcholu a nemovitosti byly nadhodnoceny o více než 50%, než kolik činila jejich opodstatněná hodnota, takže v době propadu jejich cen se ocitlo přibližně 12 miliónů vlastníků domu v situaci, kdy jejich hypoteční dluh byl vyšší než hodnota vlastněné nemovitosti.

Josef Zemánek<sup>35</sup> uvádí, že hodnotu bubliny lze vyčíslit na 730 000 rodinných domů, jež by za situace levných hypoték nikdo nekoupil ani nikdo nepostavil, a tyto nemovitosti přibýly na trhu pouze díky financování na dluh. To při tehdejší průměrné ceně nového rodinného domu představuje cenovou bublinu v hodnotě 180 miliard dolarů. Vedle bubliny nových rodinných domů zde máme cenovou bublinu již existujících domů, jejíž výše se odhaduje v rozmezí 300 až 500 miliard dolarů. Autor dále uvádí, že v americké ekonomice za období 2002 až 2007 je v souhrnu 480 až 680 miliard dolarů přebytečných (inflační peníze) a problémových peněz.

Problémy na trhu s nemovitostmi postupně narůstaly, ale reakce FEDu přišla až na podzim roku 2007, kdy se snížením úrokových sazeb snažil odlehčit rodinám uzavírající hypotéky s variabilní úrokovou mírou, takže úroková sazby klesla ze 4,3 % v roce 2007 až na 0,3 % v roce 2008. Zatímco základní úroková sazba klesla během roku přibližně o 4 %, tak úrokové sazby u hypotečních úvěrů s jednoletou fixací klesly za stejné období pouze o 0,5 procentního bodu.

Splasknutí těchto dvou bublin ve Spojených státech patří mezi bezprostřední příčiny propuknutí finanční krize. Analogii s vývojem v USA lze spatřovat například i v dalších částech světa, na evropských trzích.

---

<sup>33</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-05-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>

<sup>34</sup> Krugman, P., Návrat ekonomické krize, s. 149

<sup>35</sup> Zemánek, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-05-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>

## 2.2 Od globálního růstu ekonomiky k finanční krizi a ke globálnímu propadu

Časopis Fortune otiskl dne 12. července 2007 článek s názvem The Greatest Economic Boom Ever (Největší ekonomický boom v historii), kde bývalý ministr financí Spojených států Henry Paulsen prohlásil: „*toto je zdaleka nejsilnější stav globálního hospodářství, jaký jsem viděl během své kariéry.*“<sup>36</sup>

Pavel Kohout v článku Vítejte ve zlatých časech ze dne 19. července 2007 uvádí, že celosvětový hrubý domácí produkt vzrostl od roku 2000 v dolarovém nominálním vyjádření o více než 70% a světový obchod vzrostl od roku 2000 dvojnásobně. Důvody takového nebývalého světového růstu je třeba spatřovat v globalizaci.<sup>37</sup> Současný růst je mnohem rovnoměrnější, než tomu bývalo kdy v minulosti. Nynější těžiště růstu je připisováno především zemím ležících v Asii, Latinské Americe, ve střední a východní Evropě. Globalizace odstranila bariéry pro světový obchod a pro pohyb kapitálu, což způsobilo zostření globální konkurence a pokles cen spotřebního zboží a některých služeb (nikoliv cen nemovitostí), snížení nezaměstnanosti a inflace.<sup>38</sup>

Za rozmachem globalizace je třeba vidět především rozvoj informačních technologií, které usnadňují a urychlují komunikaci, čímž odpadá část transakčních a administrativních nákladů. Samozřejmě přinášejí i úsporu času a energie. Jako výhoda se může jevit vznik mezinárodních společností, které díky zahraničnímu kapitálu a know-how poskytují širší rozsah služeb a vyšší schopnost uspokojit potřeby zákazníka po celém světě. Globalizace ovšem přináší i své stinné stránky spojené s propojeností národních trhů, takže krize jednoho státu může stát za krizí v celosvětovém měřítku. Dále dochází k nekontrolovatelnému transferu finančního kapitálu, jež je několikanásobně vyšší, než je objem obchodovatelného zboží, což jenom zvyšuje riziko ekonomických kolapsů<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Kirkland R. The Greatest economic boom ever. Fortune [online]. 2007 [cit. 2011-19-02]. Dostupný z WWW: <[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2007/07/23/100134937/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/07/23/100134937/index.htm)>

<sup>37</sup> Globalizace je úzce spjatá s prohlubováním ekonomické provázanosti světa, s rozvojem světového obchodu, trhu, hospodářství i finančních systémů, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-20-02]. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Globalizace>>

<sup>38</sup> Kohout, Pavel. Vítejte ve zlatých časech. Finmag.cz [online]. 2007 [cit. 2011-21-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/vitejte-ve-zlatych-casech/>>

<sup>39</sup> Buřík Lukáš. Kladné i záporné stránky globalizace. Finance.cz [online]. 2005 [cit. 2011-21-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/51215-kladne-i-zaporne-stranky-globalizace/>>

Podle Ludka Sýkory<sup>40</sup> je dalším negativem převaha spekulativních finančních toků nad investicemi do výroby nebo obchodu se zbožím a službami, což vytváří v globální ekonomice důležitý prvek nestability.

Pavel Kohout<sup>41</sup> uvádí, že proces globalizace výraznou měrou napomohl rozšíření finanční krize ze Spojených států do zbytku světa. Příčiny lze hledat u centrálních bank, které v době celosvětového hospodářského boomu provozovaly nepřiměřeně uvolněnou měnovou politiku mající za následek přebytek peněz v oběhu, což vyvolávalo dojem prosperity. Jak dále upozorňuje, tak problém tkví právě v nízké inflaci, která centrálním bankám umožňuje držet úrokové sazby na nízké úrovni a ty necítí potřebu je výrazně zvyšovat. Autor se dále zamýšlí nad problematikou indexu spotřebitelských cen, které ne zcela přesně interpretovaly úroveň cenových hladin, a rolí centrálních bank, pro které jsou tyto indexy vodítkem při určování vývoje úrokových sazeb.<sup>42</sup>

V průběhu roku 2007 se stupňovala panika a nedůvěra na mezibankovním trhu. Finanční domy se začaly potýkat s krizí likvidity, důsledkem čehož se zhoršila dostupnost úvěrů pro nebankovní subjekty (domácnosti a podniky) a významnou měrou rostla riziková marže za poskytnutí úvěrů. Banky se tak snažily ponechávat hotovost, aby měly dostatek finančních prostředků pro případné ztráty a neočekávané plnění závazků. S poklesem úvěrové dynamiky jsou spojené i vážné dopady na reálnou ekonomiku. Je tomu tak proto, že v USA a dalších částech světa společnosti zpravidla financují své běžné provozní operace a investiční akce bankovními úvěry. Úvěr bývá uhrazen ve chvíli, kdy společnost obdrží platby od svých odběratelů. Nemožnost půjčit si kapitál prostřednictvím bankovního úvěru bortí předpoklady fungování tržní ekonomiky. Jestliže firmy nemají prostředky na

---

<sup>40</sup> Sýkora Luděk. Co je globalizace a jaké jsou její důsledky. [online]. 2000 [cit.2011-21-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.radekf.net/projekty-data/clanky-globalizace/lid/090900.htm>>

<sup>41</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 106-110

<sup>42</sup> Kohout vysvětluje, že inflaci lze chápat v užším pojetí jako růst indexu spotřebitelských cen, a jednak v širším pojetí na základě makroekonomického vývoje světa v 21. století. Přitom index růstu spotřebitelských cen měří růst nákladů na konečnou spotřebu výlučně spotřebního zboží, tudíž má jen volný vztah k životním nákladům a jeho vypovídací hodnota není dokonalá, protože statistické zahrnují do indexu pouze změny cen u spotřebitelského zboží, ale nikoliv cenové položky týkající se bydlení, nákupu a rekonstrukce nemovitostí. Tyto položky jsou statisticky klasifikovány jako investice a do inflace se nepočítají. Centrální banky po celém světě realizovaly uvolněnou měnovou politiku na základě zkreslených cenových indexů, které nezahrnovaly náklady spojené s rychlým růstem cen nemovitostí, byť výdaje na pořízení vlastnického bydlení byly značnou součástí rodinných rozpočtů, což může mít závažné ekonomické důsledky. Centrální banky totiž považují index spotřebitelských cen za jakési vodítko při určování vývoje úrokových sazeb. Oficiálně publikované údaje o nízké míře inflace zákonitě znamenají pro centrální banky signál ponechat úrokové sazby na nízké úrovni. Tato politika měla ovšem za následek vznik cenové bubliny na trhu nemovitostí a nebývalý rozmach úvěrů spojený s úvěrovou inflací. Kohout P. Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 106-110



financování svých aktivit, zpravidla omezí výrobu a propouští zaměstnance, aby se vyhnuly finančním problémům a bankrotu. Pokud tento mechanismus platí pro celou ekonomiku a značné množství firem, tak výsledkem je pokles HDP, protože firmy produkují méně. Hromadné propouštění má za následek tu skutečnost, že lidé nemají dostatek finančních prostředků a omezují tak svoji spotřebu na zboží denní potřeby a významně poklesne poptávka po zboží dlouhodobé spotřeby, což pro firmy v těchto oblastech (například automobilový průmysl) bude znamenat nižší odbyt zboží, další omezení výroby spojené s rušením dalších pracovních míst.

Ekonomové, analytici a regulátoři nedokázali odhadnout rozsah problémů, neboť se mylně domnívali, že krize na trhu rizikových hypoték nebude mít vážné dopady na finanční sektor a světovou ekonomiku. Ve společnosti převládal názor, že si trhy se vzniklou situací umí poradit samy a nestane se nic vážného, co by ohrozilo fungování zažitých pořádků. Často se hovořilo o tzv. „velkém uklidnění“ (The Great Moderation),<sup>43</sup> což je termín, který byl používán již od druhé poloviny 80. let minulého století a označovalo se jím zmírnění hospodářských cyklů a ukončení ekonomické nestability. Existoval tehdy rozšířený názor, že bankovní informační systémy a rozvoj technologií stály za zmírněním hospodářských propadů, protože dovolují mnohem lepší přehled nad kvalitou úvěrů a jejich krytím. Regulátoři (například centrální banky) mají lepší statistiky a proto mohou rychleji zasáhnout. Kromě toho také převládal názor, že měnová politika funguje mnohem lépe než v minulosti.<sup>44</sup> S tímto vlastním závěrem později polemizoval Pavel Kohout, který uvedl, že bylo naivní domnívat se, že bankovní systémy umožní lepší dohled nad kvalitou úvěrů, a z velké části byla i iluzorní představa, že k velkému uklidnění přispěla lepší měnová politika.<sup>45</sup>

Nastupující krize rovněž nechala klidnou americkou administrativu v čele s Georgem Bushem, která se od počátku snažila problém co nejvíce bagatelizovat, protože americká vláda si byla vědoma toho, že případná ztráta důvěry investorů, by mohla vážně ohrozit zahraniční investice. Jednalo se především o Čínu a Japonsko, kdy tyto dva věřitelé vlastní americké vládní dluhopisy za stovky miliard dolarů. V případě jejich okamžitého prodeje by pravděpodobně nastal kolaps amerického deficitního financování. To dokumentuje i

---

<sup>43</sup> Pojem The Great Moderation, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-15-02]. Anglická verze. Dostupný na WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Great\\_Moderation](http://en.wikipedia.org/wiki/The_Great_Moderation)>

<sup>44</sup> Kohout, Pavel. Americká recese, hypotéky u nás nezdrazí. *Virtually.cz* [online]. 2007 [cit. 2011-18-02]. Dostupný na WWW: <<http://virtually.cz/archiv.php?art=15391>>

<sup>45</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 35-36

projev ministra financí USA Henryho Paulsona, který 1. srpna 2007 v Pekingu oznámil, že problémy v oblasti substandardních hypoték a problémy na realitním trhu již byly „většinou zkroceny.“<sup>46</sup>

## 2.3 Počátek a průběh finanční krize

Od druhé poloviny roku 2007 čelí většina vyspělých států světa výrazné finanční nestabilitě. Již v předchozích kapitolách byl vysvětlen základní mechanismus propuknutí finanční krize, kdy se potíže na americkém trhu druhořadých hypoték přenesly do krize likvidity na mezibankovních peněžních trzích v USA a následně i ve zbytku světa.

### 2.3.1 Krachy bankovních institucí

První krach, jenž otřásl trhem, se odehrál v červnu 2007, kdy zkolabovaly dva hedgeové fondy páté největší investiční americké banky Bear Stearns, které dohromady držely téměř 10 miliard dolarů v cenných papírech krytých hypotékami. Jeden z fondů ztratil 90% procent své hodnoty a druhý zbankrotoval úplně. Pronikání kreditní krize na trh s cennými papíry připravilo hedgeové fondy o hlavní zdroj finanční hotovosti. Finanční panika se překotně šířila po světě a odrážela skutečnost, že do spekulací s americkými cennými papíry krytými hypotékami byli významně zapojeni rovněž mezinárodní investoři a velké mezinárodní banky.<sup>47</sup> Federální rezervní banka v New Yorku spolu s bankou JPMorgan Chase poskytly bance dodatečnou likviditu. Tato pomoc byla provedená poté, co klienti Bear Stearns v panice vybrali z banky během dvou dnů přibližně 17 miliard dolarů. Celá situace nakonec dospěla až k prodeji Bear Stearns bance JPMorgan Chase v březnu 2008. I další významné investiční banky v USA zaznamenaly velké finanční otřesy jako například Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bank of America a další<sup>48</sup>

Dopad kreditní krize se významně podepsal na aktivech více než 25 největších světových bank a brokerských firem. K poslednímu lednovému dni roku 2008 se celkový objem vykázaných ztrát těchto subjektů vyšplhal na 146 miliard amerických dolarů.<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> Krugman, P., Návrat ekonomické krize, s. 146

<sup>47</sup> Foster J., Magdoff F., Velká Finanční krize: Příčiny a následky, s. 98

<sup>48</sup> Morální hazard jménem Bear Stearns: S analytiky Cyrrus. *Ipoint.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-21-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.ipoint.cz/zpravy/5654965-moralni-hazard-jmenem-bear-stearns-s-analytiky-cyrrus/>>

<sup>49</sup> Aktuální žebříček ztrát a odpisů bank v souvislosti s hypokrizí: Jsme na 150 miliardách USD. *Ipoint.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-21-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.ipoint.cz/zpravy/5639515-aktualni-zebricek-ztrat-a-odpisu-bank-v-souvislosti-s-hypokrizi-jsme-na-150-miliardach-usd/>>

Krise rizikových hypoték zasáhla silně i evropské bankovníctví, protože banky v mnoha evropských zemích nakupovaly rizikové cenné papíry, jež byly kryty nestandardními hypotékami. Velkou provázaností s americkými rizikovými finančními instrumenty byly známy především banky ve Velké Británii. Například hypoteční banka Northern Rock. Tato banka – pátý největší britský poskytovatel hypoték se zhruba 1,5 miliónem klientů – se stala předmětem klasického bankovního runu, nakonec byla zachráněna Bank of England jako věřitelem poslední instance. Banka Northern Rock se zdála být zdravou institucí, přesto se dostala do existenčních problémů způsobených emisí krátkodobých cenných papírů, namísto toho, aby čerpala svoje zdroje především z klientských depozit. Takto bylo financováno 73% finančních potřeb banky. Ve chvíli, kdy tento trh vyschl, ocitla se banka pod tlakem vkladatelů a věřitelů, což ohrozilo likvidu a existenci banky.<sup>50</sup> Banka byla v roce 2008 státem znárodněna a následně rozdělena na dvě části: Northern Rock plc („dobrá banka“, která zdělila veškeré spořicí účty a určitou část stávajících hypoték) a Northern Rock (Asset Management – „špatná banka“, na kterou byla převedena většina ze stávajících hypoték a poskytnuté vládní úvěry).<sup>51</sup>

Další hypoteční bankou ve Velké Británii mající problémy byla Bradford & Bingley.<sup>52</sup> Do problémů se dostala i největší francouzská banka BNP Paribas prostřednictvím svých investičních (hedgeových) fondů a další banky jako Credit Agricole, Société Générale<sup>53</sup> a mnohé další: Deutsche Bank, Royal Bank of Scotland, Credit Suisse apod.

Vlna paniky a nestability se začala přelévat i do peněžního sektoru. Do velkých problémů se dostal pojišťovací gigant American International Group (AIG), který před krachem zachránily státní půjčky a kapitálové injekce americké vlády a FEDu úhrnem za 182 miliard dolarů jenom během roku 2008. Americká vláda je v současné době vlastníkem 92% akcií pojišťovny, ale předpokládá se, že v nejbližší budoucnosti se pojišťovna prodá soukromému vlastníku.<sup>54</sup> Záchrana pojišťovny byla vnímána jako krok americké vlády k zajištění určité rovnováhy na finančních trzích, neboť AIG v rámci své činnosti pojistila

---

<sup>50</sup> Kohout, Pavel. Northern Rock a hodnota důvěry. *Finmag.cz* [online]. 2007 [cit. 2011-16-02]. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/penize/northern-rock-a-hodnota-duvery/>>

<sup>51</sup> BBC News. Northern Rock split date is set: BBC News [online]. 2009 [cit. 2011-18-02]. Dostupný na WWW: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8401467.stm>>

<sup>52</sup> Mačálová, Pavlína: Evropská komise schválila pomoc pro Bradford & Bingley. *IHNed.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-16-02]. Dostupný na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-28533270>>

<sup>53</sup> Cvrček Miroslav, Králíček Tomáš. Francouzské bance BNP Paribas klesl zisk o 42%. *IHNed.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-16-02]. Dostupný na WWW: <[http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076490-23002510-001000\\_d-francouzske-bance-bnp-paribas-klesl-zisk-o-42-procent](http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076490-23002510-001000_d-francouzske-bance-bnp-paribas-klesl-zisk-o-42-procent)>

<sup>54</sup> Padlý kolos AIG se vrací k životu. *Profit.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-04-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.profit.cz/clanek/padly-kolos-aig-se-vraci-do-zivota.aspx>>

řadu cenných papírů, obligací a hypotečních zástavních listů, které jsou často v držení zahraničních investorů, kdy případný krach pojišťovny by s velkou pravděpodobností znamenal ještě větší kolaps finančních trhů, než se ve skutečnosti odehrál.

Existenční starosti zasáhly i dvě největší hypoteční agentury ve Spojených státech – polostátní monopolní agentury Fannie Mae (úřední název Federal Nation Mortgage Association založenou v roce 1938 za účelem zpřístupnění hypotečních úvěrů pro rodiny s nižšími příjmy) a Freddie Mac (úřední název Federal Home Loan Mortgage Corporation založena v roce 1968 k rozšíření sekundárního trhu hypoték v USA). V roce 2008 obě společnosti buď vlastnily nebo garantovaly hypotéky v objemu 5,5 bilionu dolarů, což byla tehdy necelá polovina celého hypotečního trhu ve Spojených státech a téměř 40 % amerického HDP. Obě společnosti hrají v USA klíčovou roli ve financování trhu hypoték. V důsledku hypoteční krize a rapidního poklesu cen nemovitostí se začaly akcie obou společností hluboce propadat. Klesající ceny domů totiž měly za následek snížení hodnoty cenných papírů krytých hypotékou, které měly Freddie a Fannie v portfoliu. Obě agentury začaly realizovat ohromné ztráty počítané v miliardách dolarů a bankrot těchto agentur by podle mnoha ekonomů mohl výrazně ohrozit americkou ekonomiku, takže i těmto společnostem se dostalo výrazné finanční pomoci ze strany americké vlády a FEDu.<sup>55</sup>

### **2.3.2 Krach investiční banky Lehman Brothers**

Snad největší ranou finančnímu systému byl pád investiční banky Lehman Brothers oficiálně ohlášený dne 15. září 2008 z důvodu nedostatku likvidity. Americká vláda zastoupená Federálním rezervním systémem a Ministerstvem financí odmítly poskytnout bance finanční pomoc a státní záruky. Všeobecně se očekávalo, že bance se dostane podobného zacházení jako Bear Stearns a bude jí poskytnut záchranný plán. Ministerstvo financí ovšem usoudilo, že banka není prioritně důležitá pro další vývoj a důsledky jejího pádu nebudou nijak drasticky působit na stabilitu celého finančního systému. Svou roli zřejmě hrály obavy, že by byl vytvořen nebezpečný precedent, podle nějž mohou banky riskovat a investovat do značně rizikových obchodů s vědomím, že v případě pádu jim vláda z peněz daňových poplatníků vypomůže (faktem je, že navzdory této obavě Spojené státy přesto pomohly řadě bankovních institucí a zachraňovaly finanční sektor stovkami miliard dolarů). Toto rozhodnutí ještě více podlomilo již tak křehkou důvěru na finančních

---

<sup>55</sup> Brychta Jaroslav. Freddie Mac a Fannie Mae. *Finance.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-05-03]. Dostupný na WWW:<<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>

tržích a ceny aktiv znovu rekordně poklesly a několik málo zbylých úvěrových kanálů vyschlo.<sup>56</sup>

Investiční banka Lehman Brothers byla 4. největší investiční bankou v USA. Specifikem investiční banky je, že při investování používá ve velké míře cizí kapitál, což sice v dobrých časech zvyšuje její výnosy, ale v dobách krize prohlubuje její ztráty. Banka spravovala aktiva ve výši 600 miliard dolarů, ale vlastní jmění činilo pouze 30 miliard dolarů. Začátek potíží odstartoval v roce 2004, kdy banka koupila společnost BNC Mortgage, jednoho z největších poskytovatelů hypoték pro nejméně solventní klienty (v budoucnu svoje portfolio rozšířila ještě o společnost Loan Services, která poskytovala hypotéky bez doložení příjmu). Banka si tím zajistila trvalý přísun úvěrů, které mohla přeměnit do cenných papírů, jež pak s velkým ziskem prodávala dál. I v době krize na trhu s nemovitostmi a dluhové delikvence ze strany dlužníků se banka uchýlovala stále ve větší míře k obchodům s rizikovými deriváty a jen v průběhu roku 2008 ztratila 7 miliard dolarů na chybných spekulacích s rizikovými cennými papíry krytých nemovitostmi.<sup>57</sup> Banka navíc investovala značný objem cizího kapitálu do dalších investičních příležitostí, v kterých měla v polovině roku 2008 vázáno na 40 miliard dolarů. Narůstajícím ztrátám se snažila čelit různými nástroji. Například prodejem akcií, vyvedením rizikových úvěrů a špatných aktiv do samostatných firem, rovněž požádala stát o transformaci na komerční banku, případně poskytnutí nouzového úvěru, také se pokoušela najít strategického partnera pro kapitálový vstup. Žádný z plánovaných kroků na záchranu banky nakonec nevyšel.<sup>58</sup>

Narůstající problémy v bankovním sektoru šokovaly světové finanční trhy. Například během jedné hodiny, co Lehman Brothers vyhlásila bankrot, spadly akciové trhy tak, že z portfolií všech investorů smazaly více než 300 miliard dolarů. Za celý den spadl index Dow Jones o 500 bodů a z trhu tak zmizelo přes 700 miliard dolarů. Úrokové sazby na

---

<sup>56</sup> Krugman, P. Návrát ekonomické krize, s. 157

<sup>57</sup> Kohout Pavel. Lehman Brothers a levnější chleba. *Finmag.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-06-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/lehman-brothers-a-levnejsi-chleba/>>

<sup>58</sup> Stuchlík Jan: Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. *Peníze.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-06-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financi-propasti>>

mezibankovním trhu vystřelily vzhůru a trh s úvěrovými produkty se téměř zastavil. V tomto kómatu světové bankovníctví zůstalo ještě několik měsíců.<sup>59</sup>

Propad akciových kurzů na světových trzích za období leden - říjen 2008 je znázorněn v tabulce č. 3.

Světový finanční systém se začal potýkat s nedostatečnou likviditou, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému<sup>60</sup>.

*Tabulka č. 3: Zhroucení akciových kursů (světové trhy, leden – říjen 2008, z pohledu amerického dolarového investora)*

<b>Trh</b>	<b>Výnosová míra v procentech</b>
<b>Globální trh</b>	-38,44
<b>Evropa</b>	-42,88
<b>Severní Amerika</b>	-32,36
<b>Asie</b>	-38,76
<b>Rozvíjející se trhy</b>	-50,93
<b>USA</b>	-31,70
<b>Velká Británie</b>	-41,39
<b>Německo</b>	-46,58
<b>Japonsko</b>	-30,65
<b>Island</b>	-80,76
<b>Maďarsko</b>	-62,37
<b>Rusko</b>	-69,34
<b>Česko</b>	-45,39

Zdroj: Standard & Poor 's (2008b), převzato z:

<[http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com\\_content&task=view&id=188&Itemid=29](http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=188&Itemid=29)>

<sup>59</sup> Stuchlík Jan. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. *Peníze.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-06-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financi-propasti>>

<sup>60</sup> Musílek Petr. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis*. 2008, roč. 3, č.4, s. 6-20. ISSN 1802-2200

## 2.4 Prvotní opatření a vládní zásahy přijaté v souvislosti s finanční krizí

Mnozí ekonomové polemizují nad tím, zda je správné, že vlády různých zemí stimulují finanční sektor ohromnými finančními injekcemi, kterými přispívají k obnovení stability a důvěry ve finanční trhy, kdy tato pomoc není vždy paušální, ale týká se pouze vybraných subjektů a institucí.

Pavel Kohout tvrdí, že neexistuje žádné dobré řešení, ale existují řešení špatná a ještě horší. Tím horším řešením je myšlen přístup, aby si banky samy poradily, protože jsou zodpovědné za svoje jednání. To špatné řešení spatřuje v tom, že státní zásah je v případě krize nezbytný a žádoucí, protože v naprosté většině případů tím stát napravuje vlastní selhání. Svůj závěr opírá o ten fakt, že za každou krizi stojí nějaká vládní politika, v jejímž důsledku do ekonomiky proudilo příliš mnoho peněz, vytvořilo se příliš mnoho úvěrů, z nichž mnoho bylo špatných. V jiných případech jde o chybnou vládní politiku, jejímž cílem je usměrňovat pohyb investic a úvěrů do „politicky správných“ odvětví nebo regionu. Dále pokračuje, že soudobá finanční krize je důsledkem obou těchto selhání státu, protože přehnaně expanzivní měnová politika centrálních bank vedla k nadbytku kapitálu a prioritní program vlád měl za následek rozsáhlé úvěrování rizikových hypotečních klientů, které by za normálních okolností (bez státních zásahů) nebylo možné.<sup>61</sup>

Na druhou stranu lze namítat, že finanční pomoc ze stran vlád sebou nese i určitá rizika a negativní trendy. Miroslav Winter,<sup>62</sup> současný guvernér České národní banky, řadí mezi taková rizika zejména:

1. Morální hazard - jedná se o ekonomický pojem představující určitý druh tržního selhání v situaci asymetrických informací jednoho ekonomického subjektu (informovaného), který při maximalizaci svého užitku snižuje užitek ostatních (neinformovaných) účastníků tržní transakce. Týká se finančních institucí obchodujících s rizikovými finančními deriváty a poskytujících hypotéky, kdy asymetrie spočívá v nedostatečné informovanosti dlužníků a investorů o možných důsledcích uzavíraných obchodů. Finanční instituce zneužívaly výhodnějšího

---

<sup>61</sup> Kohout P. Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 61-62

<sup>62</sup> Singer Miroslav. Finanční krize: Příčiny a možné dopady na českou ekonomiku. Praha: ČNB [online]. 2008 [cit. 2011-08-03]. Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Singer\\_20081029\\_Appia.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf)>

postavení s vědomím, že případné negativní důsledky plynoucí z riskantních obchodů neponesou ony samy, nýbrž je ponese někdo jiný (například stát formou poskytnutých záchranných balíčků).

2. Nedostatek transparentnosti - kdy není s dostatečným předstihem znám skutečný rozsah opatření, koho se bude týkat, podmínky, za nichž bude pomoc adresována a v jaké výši, po jakou dobu budou opatření trvat a kdy budou zrušena. V této souvislosti se například banka Lehman Brothers mohla cítit poškozena, neboť se jí nedostalo adekvátní pomoci ze stran vládních činitelů jako jiným finančním institucím.
3. Obrovské a dlouhodobé dopady na daňové poplatníky.

Vládní zásahy a opatření státních autorit jsou primárně určeny ke stabilizaci finančního systému, stimulaci zamrzlého trhu s úvěry na mezibankovním trhu, případně jsou přijímány takové preventivní kroky, které zabrání systémovým rizikům s ohledem na platební neschopnost. Mezi nejrozšířenější státní zásahy a opatření v době krize lze zařadit:

1. navýšení garancí na depozita a zavedení garancí na mezibankovní úvěry
2. přímý kapitálový vstup do soukromých finančních institucí
3. odkupy problémových aktiv vládou zřízenými fondy
4. ostatní nástroje za účelem obnovy na finančních trzích a stabilizace finančního systému<sup>63</sup>

### **1. Navýšení garancí**

Tento nástroj spočívá v tom, že stát posílí pojištění vkladů jednotlivých vkladatelů, aby bylo zabráněno hromadnému vybírání hotovosti. Ve Spojených státech existuje fond pojištění vkladů (The Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC)<sup>64</sup>, do něhož přispívají jednotlivé banky, ze kterého jsou následně vypláceny vklady střídatelů zkrachovalých bank až do limitu 250 000 dolarů. V mnoha státech Evropy je pojištění vkladu dané zákonem. V důsledku celosvětové finanční krize došlo ke zvýšení minimálních záruk na pojištění vkladů v případě krachu banky na částku 50 000 EUR a od ledna roku

---

<sup>63</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

<sup>64</sup> The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) je vládní organizace, která zaručuje bezpečné vklady do výše 250.000 dolarů na vkladatele, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-10-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Federal\\_Deposit\\_Insurance\\_Corporation](http://cs.wikipedia.org/wiki/Federal_Deposit_Insurance_Corporation)>



2011 až na částku 100 000 EUR. Některé státy (například Dánsko) dokonce garantují 100 % všech vkladů v neomezené výši.<sup>65</sup>

## **2. Přímý kapitálový vstup**

Dalším využívaným nástrojem byl přímý kapitálový vstup do soukromých finančních institucí realizovaný na základě objemných finančních injekcí finančního kapitálu do bankovního sektoru tzv. formou rekapitalizace s cílem obnovit finanční stabilitu, zajistit přísun úvěrů do reálné ekonomiky a vyřešit systémové riziko případné platební neschopnosti jak se stalo v Evropské unii.<sup>66</sup> Podstatou této pomoci je záměr skupovat v rámci jakéhosi druhu částečného znárodnění vlastnické podíly ve velkých bankách skrze preferenční nebo kmenové akcie vládou.<sup>67</sup> Existoval předpoklad, že stát se stane pouze dočasným akcionářem, a to až do doby, než dojde k obnovení základních funkcí banky a banka se opět stane ziskovou nebo získá silného soukromého investora. Následně budou akcie prodány zpět. Současně se některé členské státy Evropské unie zaručily vládními garancemi za závazky bank při jejich obchodování.

## **3. Odkup problémových aktiv**

Odkupem problémových aktiv vlády jednotlivých zemí měly za cíl především obnovit důvěru na mezibankovních trzích, jelikož problémová aktiva v bilancích bank byla příčinou jejich ztrát. Tyto aktiva zaznamenala značný pokles jejich tržní hodnoty, což vedlo banky k odepisování stále větších ztrát, a bylo tedy třeba je nahradit potřebnou likviditou.

---

<sup>65</sup> Pojištění vkladů v zemích EU. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/14/ES ze dne 11. března 2009, kterou se mění směrnice 94/19/ES o systémech pojištění vkladů, pokud jde o výši pojištění a lhůtu k výplatě. Text s významem pro EHP. *EUR-LEX* [online], [cit. 2011-10-03]. Dostupný na WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:068:0003:01:CS:HTML>>

<sup>66</sup> Sdělení Komise – Rekapitalizace finančních institucí během současné finanční krize: omezení podpory na nezbytné minimum a záruky proti neoprávněnému narušení hospodářské soutěže. Úřední věstník Evropské unie [online]. 2009 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW:

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:010:0002:0010:CS:PDF>>

<sup>67</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-11-03].

Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

#### 2.4.1 TARP - Záchranný plán USA

Globální finanční trhy očekávaly po pádu Lehman Brothers americký vládní záchranný program TARP<sup>68</sup> (Troubled Asset Relief Program), který počítal s odkupem problémových (toxických) aktiv od postižených bank a dalších důležitých institucí. Program disponoval finančním objemem ve výši 700 miliard dolarů, ale byl schválen zřejmě již pozdě, neboť globální finanční krize již propukla a rozlila se z trhu amerických podřadných hypoték na akciové a peněžní trhy po celém světě, což se projevilo nejen podstatným vzestupem sazeb LIBOR<sup>69</sup> denominovaných v dolarech, eurech či britských librách, ale i zhroucením mezibankovních trhů a úprkem investorů z rizikových instrumentů nebo teritorií (Island, Maďarsko, Polsko, Rusko).

Program TARP byl značně kritizován jak ze strany americké veřejnosti tak i amerického kongresu, a to zejména proto, že vynaložené finanční prostředky prohlubují rozpočtový deficit, přerozdělování peněz nebude dostatečně transparentní, mechanismus ocenění rizikových aktiv je problémový, protože lze jen obtížně zjistit, jaká byla jejich skutečná hodnota, takže hrozilo riziko jejich přeplácení. Další kritika mířila na přerozdělování finanční pomoci, protože o finanční injekci se mohly ucházet i banky, jejichž management výraznou měrou podporoval morální hazard a podílel se na propuknutí finanční krize. V neposlední řadě se jednalo o opatření, které nebylo systémové, nezaměřovalo se na odstranění příčin finanční krize, ale řešilo pouze její následky. Program umožňoval, aby se o státní pomoc ucházely nejen banky, ale i stavební firmy, automobilky, nemocnice a městské i regionální samosprávy. Finanční prostředky z programu TARP nakonec nebyly využity v plné výši a došlo i částečnému odklonu od původního záměru odkupovat špatné pohledávky bank, kdy americká vláda vyčlenila 250 miliard dolarů na pořízení akciových podílů bank cestou rekapitalizace.<sup>70</sup>

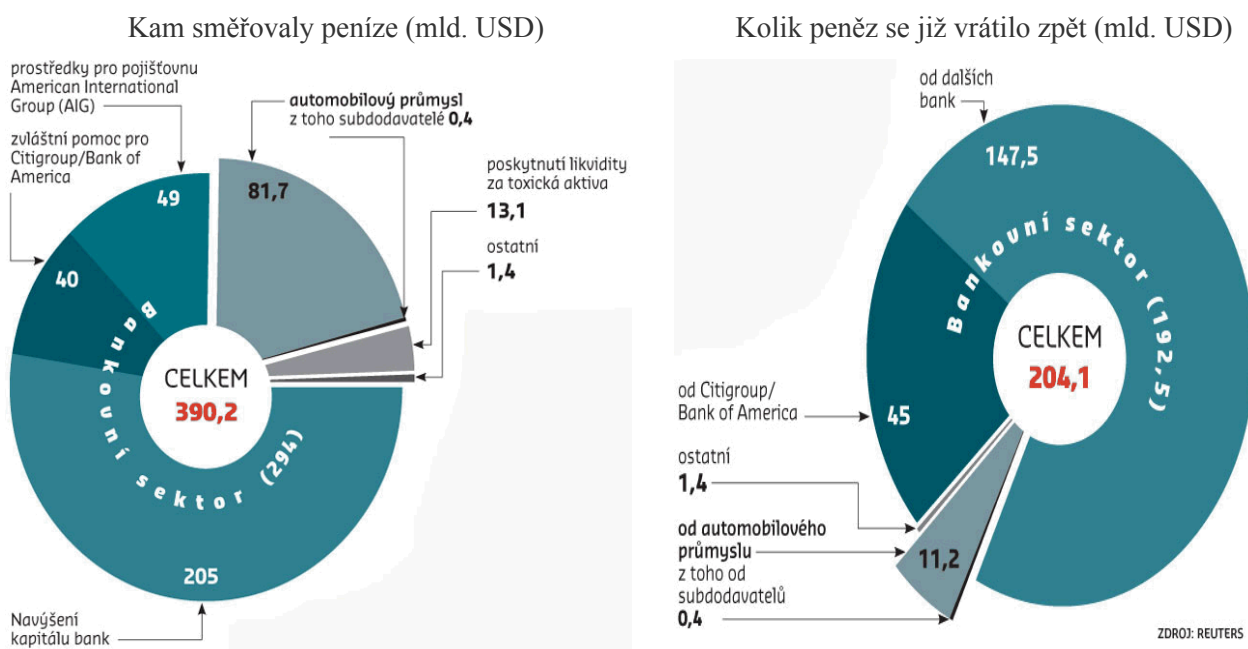
---

<sup>68</sup> záchranný program TARP (Troubled Asset Relief Program) – plán administrativy prezidenta George W. Bushe, na základě kterého byl schválen 700 miliardový balík na odkup toxických aktiv od postižených bank. Podle zákona se nemusí jednat pouze o aktiva související s hypotékami, ale i automobilovými leasingy, kreditními kartami, studentskými půjčkami, a další strukturované deriváty. Schválený balík byl nakonec k odkupu problémových aktiv využit jen částečně, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-11-03]. Anglická verze. Dostupný na WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Troubled\\_Asset\\_Relief\\_Program](http://en.wikipedia.org/wiki/Troubled_Asset_Relief_Program)>

<sup>69</sup> Úroková sazba Libor je průměrná úroková sazba, za níž si banky navzájem jsou ochotny půjčit na londýnském mezibankovním trhu peníze, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-08-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/LIBOR>>

<sup>70</sup> Martinovičová Martina. Světová finanční krize: záchrana incestem. *Profit.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.profit.cz/clanek/svetova-financi-krize-zachrana-incestem.aspx>>

Objem vyčerpaných a vrácených prostředků z amerického záchranného programu je znázorněn na obrázku č. 8.



Obrázek č. 8: Plány a skutečnost amerického záchranného programu TARP

Zdroj: REUTERS, převzato z: <<http://finweb.ihned.cz/c1-46796180-usa-vydelaji-na-zachrane-bank-10-miliard>>

#### 2.4.2 Záchranný plán Evropské unie

Členské země Evropské unie (dále jen EU) byly v reakci na problémy evropského finančního sektoru také připraveny přijmout určitá opatření k zamezení dopadů krize. Evropská komise představila v listopadu 2008 koordinovaný souhrnný plán, kterým chce EU překonat hospodářskou krizi. Plán obnovy zahrnuje jednak krátkodobá opatření, jejichž účelem je podpořit poptávku, zachránit pracovní místa a napomoci k obnově důvěry v evropské hospodářství. Za druhé jde o tzv. chytré investování, které by v delším období vyústilo ve větší růst a udržitelnou prosperitu. V plánu se vyžaduje, aby se hospodářství stimulovalo pomocí fiskálního opatření ve výši přibližně 200 miliard EUR (přibližně 1,5 % HDP EU).

Každý členský stát je vyzván k tomu, aby přijal důležitá opatření, jež budou příznivá pro jeho občany a také pro zbytek Evropy. Plán obnovy má za cíl posílit a urychlit reformy, které již probíhají na základě Lisabonské strategie pro růst a zaměstnanost. Předkládá konkrétní kroky na podporu podnikání, výzkumu a inovací, včetně podpory automobilového a stavebního průmyslu. Chytré investování v plánu obnovy představuje podrobný návrh partnerství mezi veřejným sektorem a soukromým sektorem, a to za

účelem zvýšit využívání čistých technologií prostřednictvím podpory inovací. K těmto návrhům patří Evropská iniciativa pro ekologické automobily s kombinovaným financováním ve výši alespoň 5 miliard EUR, iniciativa pro energeticky účinné budovy, na kterou bude vyčleněna 1 miliarda EUR apod. Plán dále počítá s většími investicemi do vzdělávání, školení a rekvalifikací pomáhající pracovníkům udržet si svá pracovní místa a vrátit se zpět na trh práce. Investování do infrastruktury a energetické účinnosti, do ekologických automobilů, do pomoci všem malým a středním podnikům, usnadňuje přístup k veřejným zakázkám.<sup>71</sup>

Mimořádné jednání hlav států a vlád EU 1. března 2009 a Evropské rady 19.- 20. března 2009 dále přijalo protikrizová opatření směřující na koordinovanou pomoc bankovnímu sektoru v podobě záruk za vklady, kapitálové injekce, zacházení se závadnými aktivy, fiskální stimuly, pravidla vnitřního trhu spočívající v odmítnutí ochrannářských přístupů (bankovní sektor, automobilový průmysl), odmítnutí vnějšího protekcionismu, opatření k udržení zaměstnanosti a na podporu ekonomického růstu a v neposlední řadě opatření za lepší regulaci finančních trhů.<sup>72</sup>

V řadě Evropských zemí došlo během roku 2008 ke zvýšení záruk za vklady a řada bank získala od svých zemí finanční pomoc. Jednotlivé státy byly nuceny přijmout mimořádná opatření na podporu svých finančních trhů. Zástupci vlád zemí eurozóny se dohodli na tom, že finančnímu sektoru poskytnou přes 1,5 bilionu EUR. Ty chtějí použít na garance pro obchody bank na mezibankovním trhu s cílem zvýšit likviditu, na případnou kapitálovou podporu evropských bank a na poskytnutí státních záruk.

Velká Británie rozhodla vložit až 50 miliard Britských liber do svého bankovního systému, kdy do tří ohrožených bank – Royal Bank of Scotland, HBOS a Lloyds TSB poskytne 37 miliard liber. Stát se stane v těchto bankách největším akcionářem, ovšem postupně se bude svého podílu zbavovat. Vláda Velké Británie dále vyčlenila dalších 200 miliard liber pro krátkodobé půjčky, které mají zajistit bankám v případě potřeby hotovost. Francouzská vláda podpořila bankovní sektor v hodnotě 320 miliard EUR. Tato částka měla být využita jako garance při refinancování bank, a to formou emise dluhopisů se splatností až pět let. Dalších 40 miliard EUR mělo sloužit jako kapitál pro potřeby bank, kterým se nedostávalo

---

<sup>71</sup> Evropská komise představuje významný Plán obnovy pro růst a zaměstnanost. *Evropská unie v České republice* [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW:

<[http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press\\_releases/08081771\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press_releases/08081771_cs.htm)>

<sup>72</sup> Mora Marek. Boj s finanční a ekonomickou krizí z perspektivy EU a G-20. *Úřad vlády ČR* [online]. 2009 [cit. 2011-15-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/dokumenty/VSE\\_091121.ppt#10](http://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/dokumenty/VSE_091121.ppt#10)>

hotovosti. Švýcarská vláda podpořila svůj bankovní systém několika desítkami miliard dolarů. Hlavním příjemcem státní pomoci byla banka UBS, které stát nabídl až 54 miliard dolarů na odkup špatných cenných papírů. Německá vláda schválila vytvoření fondu na stabilizaci finančních trhů v objemu až 500 miliard EUR. Německý parlament letos schválil podporu ekonomiky v objemu 50 miliard EUR, což je největší balík opatření na stimulaci ekonomiky v poválečných dějinách Německa. Rakouská vláda schválila balík opatření v celkovém rozsahu 100 miliard EUR k posílení důvěry na rakouském peněžním a kapitálovém trhu, aby dlouhodobě ochránila stabilní bankovní systém Rakouska před negativními vlivy mezinárodní finanční krize a posílila jeho likviditu.<sup>73</sup>

### 2.4.3 Opatření centrálních bank

Foster a Magdoff<sup>74</sup> citují slova amerického ekonoma Jamese K. Galbraitha: „*Když jde loď ke dnu, centrální bankéři musí pumpovat do systému peníze o sto šest.*“ FED a další centrální banky podporované svými ministerstvy financí, doslova tuto citaci naplňují.

Nicméně i přes pokus napumpovat do systému hotovost a obnovit tak elementární funkce kreditního trhu se ekonomika ocitla v pasti likvidity<sup>75</sup>, která se projevovala hromaděním hotovosti a neochotou poskytovat mezibankovní půjčky, protože se to jevilo jako příliš rizikové. I když centrální banky snižovaly úrokové sazby téměř k nule, tak značné obavy z budoucího vývoje v souvislosti s prohlubováním krize vedly banky k tomu, že preferovaly držbu hotovosti. Jakékoli pokusy centrálních bank napumpovat do ekonomiky peníze nevyvolaly očekávané následky a trh s úvěry zůstal dále „zamrzlý.“<sup>76</sup>

Na grafech lze sledovat, jak centrální banky koordinovaně a postupně snižovaly úrokové sazby hluboko pod 1 %, což se projevilo i v klesající míře inflace. Tyto kroky byly zdůvodněny především odezníváním inflačních tlaků jak z titulu poklesu cen komodit, tak

---

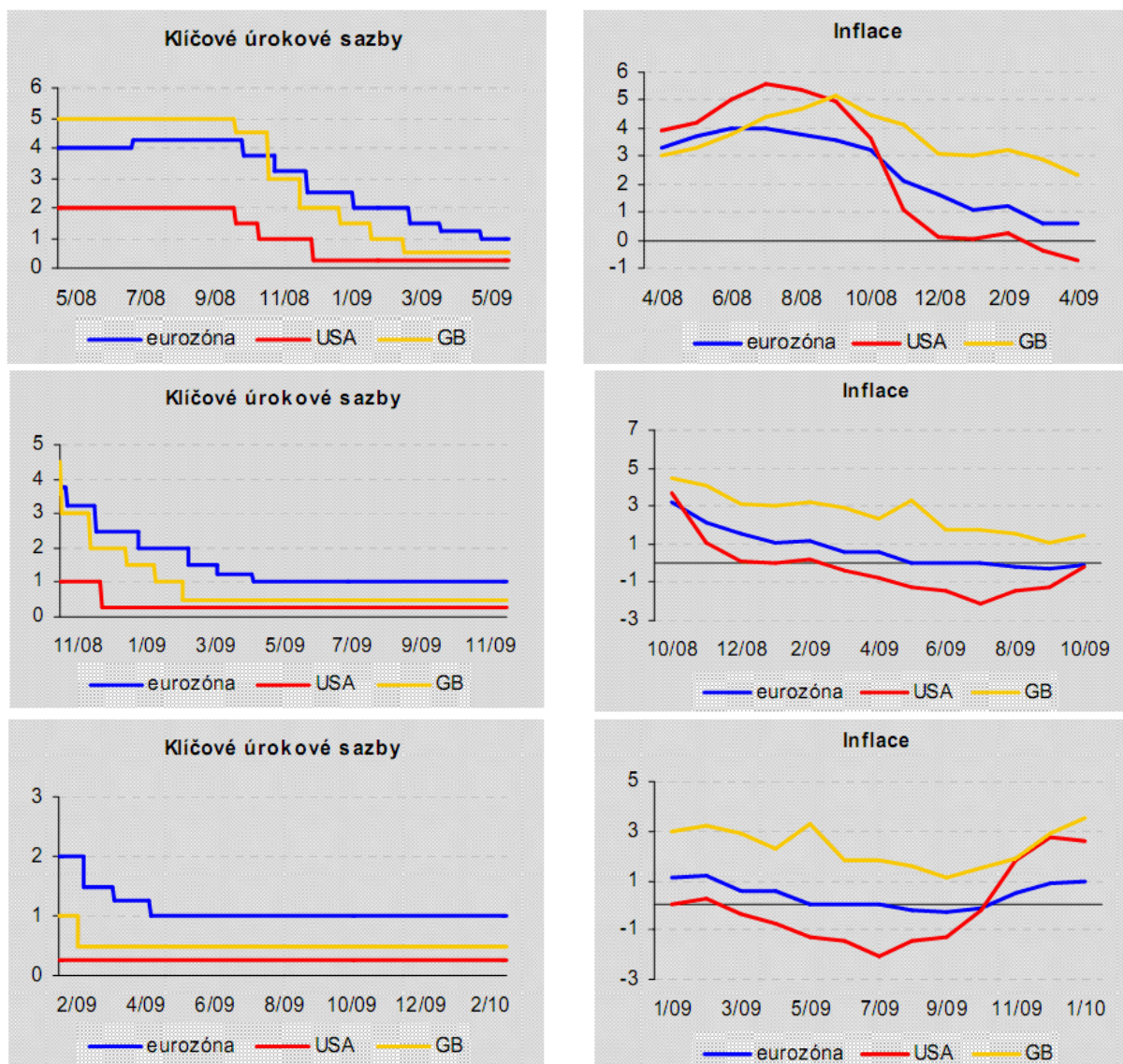
<sup>73</sup> Martinovičová Martina. Světová finanční krize: záchrana incestem. *Profit.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.profit.cz/clanek/svetova-financi-krizezachrana-incestem.aspx>>; Akrman Libor, Králíček Tomáš: Záchranný plán v akci: Francie nabízí bankám 320 miliard eur. *IHNed.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-28998550-zachranny-plan-v-praxi-francie-nabizi-bankam-320-miliard-eur>>; Dopady finanční krize na vybrané země. *Hospodářská komora ČR* [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art\\_29042/dopady-financi-krize-na-vybrane-zeme.aspx](http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art_29042/dopady-financi-krize-na-vybrane-zeme.aspx)>

<sup>74</sup> Foster J., Magdoff. F., Velká Finanční krize: Příčiny a následky, s. 111-112

<sup>75</sup> Past likvidity je situace v ekonomice, kdy monetární zásahy centrální banky do ekonomiky nestačí na zvrát ekonomické krize celého systému, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-10-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Past\\_na\\_likviditu](http://cs.wikipedia.org/wiki/Past_na_likviditu)>

<sup>76</sup> Chakravarty Manas; Philipose Mobil. Liquidity Trap: fear of failure. *Livemint.com* [online]. 2008 [cit. 2011-13-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.livemint.com/2008/10/11002951/Liquidity-trap-fear-of-failur.html>>

zhoršujících se vyhlídek ekonomického růstu vlivem výrazně zesílených projevů finanční krize.



Obrázek č. 9: Vývoj klíčových úrokových sazeb a inflace v eurozóně, USA a Velké Británii v době finanční krize

Zdroj: Česká národní banka, převzato z:

<[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/index.html)>

(monitoring centrálních bank červen 2009, monitoring centrálních bank prosinec 2009, monitoring centrálních bank březen 2010)

Některé významné světové centrální banky vyčerpaly manévrovací prostor k dalšímu snižování, neboť jejich klíčové sazby dosáhly hodnot blízkých nule. Problémy nastávají právě tehdy, pokud se úrokové sazby blíží nule, ekonomická výkonnost je slabá, především z titulu výrazného poklesu agregátní poptávky, a ekonomice hrozí deflační očekávání či deflace<sup>77</sup> samotná.

<sup>77</sup> Pojem deflace znamená absolutní meziroční pokles cenové hladiny v ekonomice, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Deflace>>

Obavy z deflačních tlaků vyjádřil počátkem října 2008 například časopis Economist: „*Ekonomiky bohatých zemí již strádají mírnou formou kombinace zadlužení a deflace. Kombinace klesajících cen nemovitostí a ubývání kreditních příležitostí nutí dlužníky k omezování výdajů a k prodeji svých aktiv, což vyvolává další tlak na snižování cen domů a dalších aktiv. [...] Věci by ještě zhoršil všeobecný pokles spotřebitelských cen.*“<sup>78</sup>

Jelikož standardní nástroje měnové konvenční politiky selhávaly a dopady finanční krize se začaly projevovat stále více i v reálné ekonomice útlumem hospodářské aktivity a hrozící recesí, má centrální banka možnost sáhnout k provádění nekonvenční měnové politiky. Přitom konvenční nástroje spočívají především v nastavování nominální úrokové sazby a provádění operací na volném trhu.<sup>79</sup>

Centrální banka zpravidla sáhne k nekonvenčním nástrojům ve dvou případech: Za prvé, když je standardní transmisní mechanismus narušený, např. z důvodu nefunkčnosti finančního zprostředkování či nefungujícímu úrokovému a úvěrovému toku. Za druhé, pokud se krátkodobé nominální úrokové sazby blíží nule a v ekonomice stále přetrvávají deflační tlaky. V obou případech shodně nedochází ke stimulačnímu impulsu do reálné ekonomiky. V takových případech může přijít ke slovu právě nekonvenční měnová politika, kterou začaly nedávno praktikovat některé centrální banky, například FED, ECB, Bank of England či Swiss National Bank. Za nekonvenční měnovou politiku se považuje především tzv. kvantitativní uvolňování, což v podstatě znamená, že se jedná o opatření, která prostřednictvím zvýšení množství peněz v ekonomice tlačí na snížení ceny peněz (úrokové míry), čímž se chce dosáhnout uvolnění finančních podmínek do takové míry, že dojde k oživení agregátní poptávky, dosažení obratu ekonomické aktivity a potažmo inflačního cíle. Nekonvenční politika se zaměřuje na dostupnost externího financování bank, domácností a nefinančních společností prostřednictvím působení na trhy finančních aktiv, a to s cílem snížit přímo dlouhodobou nominální úrokovou sazbu, např. nákupem vládních dluhopisů, či snížením rizikového rozpětí ve výnosech napříč méně a více funkčními trhy aktiv. Konkrétní příklady nekonvenční měnové politiky se z hlediska jednotlivých zemí

---

<sup>78</sup> The World Economy: A monetary malaise (Central bankers helped cause today's mass. Will they be able to clean it up?). *The Economist.com* [online]. 2008 [cit. 2011-16-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.economist.com/research/articlesbysubject/displaystory.cfm?subjectid=478048&story\\_id=E1\\_TNPSPGRN](http://www.economist.com/research/articlesbysubject/displaystory.cfm?subjectid=478048&story_id=E1_TNPSPGRN)>

<sup>79</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB – červen 2009 [online]. Praha : ČNB, 2009 [cit. 2011-16-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/do wnload/0902\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/do wnload/0902_mcb.pdf)>

lišily, ale sledovaly stejný cíl: zamezit vzniku deflace a nastartovat ekonomickou aktivitu. Popis těchto programů je relativně složitý a primárně není cílem této práce, ale v obecné rovině lze zmínit alespoň základní opatření, které přijaly shora jmenované centrální banky:

- **Federální rezervní systém** – poskytování krátkodobé likvidity „zdravým“ finančním institucím, přímo dlužníkům, investorům a nefinančním společnostem na úvěrových trzích, nákup dlouhodobých cenných papírů v podobě vládních dluhopisů a dalších aktiv.
- **Bank of England** – nákup vládních dluhopisů se splatností 5-25 let, ale i soukromých dluhopisů (především dluhové papíry a firemní dluhopisy).
- **Swiss National Bank** – podstatné zvýšení objemu repo operací za účelem dodávání likvidity do systému, nakupování dluhopisů denominovaných ve Švýcarských francích a vydaných soukromými subjekty, a to ve snaze snížit rizikovou prémii na kapitálovém trhu, která rostla od eskalace finanční krize, přímá intervence na devizovém trhu ve formě prodejů Švýcarského franku ve snaze zabránit dalšímu zhodnocování proti euru.
- **Evropská centrální banka** – od počátku ochabnutí trhů s úvěry implementovala ECB opatření zacílená na dodávání likvidity finančnímu sektoru (v případě eurozóny de facto bankovnímu sektoru) a na jeho stabilizaci. Jinak ECB v kontrastu s ostatními centrálními autoritami nevytvářela v takovém rozsahu nová opatření v rámci nekonvenční měnové politiky.

Pojednání o nekonvenční měnové politice centrálních autorit je převzato ze čtvrtletního monitoringu České národní banky.<sup>80</sup>

Veškeré státní zásahy a měnová politika centrálních bank v rámci boje proti recesi a deflaci primárně rezignovaly na stabilitu peněžní masy v ekonomice. Například FED rozšířil objem měnové báze<sup>81</sup> o více než 928 miliard dolarů, zejména bankovní rezervy byly posíleny zhruba dvacetinásobně – na jejich základě mohou komerční banky rozhodovat o

---

<sup>80</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB – červen 2009 [online]. Praha : ČNB, 2009 [cit. 2011-16-03]. Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0902\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0902_mcb.pdf)>

<sup>81</sup> Měnová báze představuje objem peněz v oběhu, rezervy komerčních bank deponované u centrální banky a peníze držené v hotovosti, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze.

Dostupný na WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/M%C4%9Bnov%C3%A1\\_b%C3%A1ze](http://cs.wikipedia.org/wiki/M%C4%9Bnov%C3%A1_b%C3%A1ze)>



nových úvěrech, a tedy tento nástroj přímo motivuje komerční banky k poskytování nových úvěrů. Mnozí ekonomové se přou, co v budoucnu způsobí obrovské množství peněz, které do ekonomiky státy prostřednictvím fiskální expanze a centrálních bank poskytnou. Pavel Kohout<sup>82</sup> uvádí, že taková opatření mohou v období krize pomoci k odvrácení krachu bankovního systému, minimalizovat rizika deflace a obnovit hospodářský růst, ale v dlouhodobějším horizontu hrozí silný inflační impuls. Negativním účinkem inflace je znehodnocování peněžních rezerv, protože na této situaci vydělají dlužníci, jelikož se sníží reálná hodnota jejich dluhů a prodělají věřitelé. Dalšími negativními účinky inflace je pokles zájmu veřejnosti o držbu hotových peněz a enormní zadlužení veřejných financí. Autor dále varuje, že je nutné v následujícím období navrátit objem peněžní zásoby na předkrizovou úroveň, ale na druhou stranu by příliš rychlá restrikce mohla způsobit další bankovní krizi spojenou s recesí. Současně dodává, že v současné chvíli nejsou obavy z vysoké inflace příliš na místě, neboť většina světových ekonomik čelí problému nadměrných výrobních kapacit a jejímu nízkému využití.

#### **2.4.4 Role Mezinárodního měnového fondu a G20 v době finanční krize**

Při řešení dopadů finanční krize hraje významnou roli Mezinárodní měnový fond<sup>83</sup> (International Monetary Fund, zkratka IMF, v češtině dále jen MMF), který umí poskytnout značnou finanční podporu postiženým zemím s cílem podpořit ekonomické aktivity dané země a zajistit finanční stabilitu. Finanční pomoc jim poskytuje za předem dojednaných podmínek, například při udržení určité úrovně vládních výdajů, navyšování sociálních výdajů, či při správném zacílení zachytne sociální sítě.<sup>84</sup>

Finanční krize vyvolala nebývalý politický impuls a snahu o koordinovaný přístup v rámci boje proti dopadům finanční krize.

---

<sup>82</sup> Kohout P., Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 196-197

<sup>83</sup> Mezinárodní měnový fond (International Monetary Fund – IMF, v češtině pak MMF) je mezinárodní organizace přidružená k OSN, jež si klade za cíl usnadňovat mezinárodní měnovou spolupráci, podporovat stabilitu směnných kurzů a prostřednictvím půjček podporovat státy, jež zažívají hospodářské potíže. Byl založen v červenci 1944 a má v současnosti 187 členských států, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný na WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/Mezin%C3%A1rodn%C3%AD\\_m%C4%9Bnov%C3%BD\\_fond](http://cs.wikipedia.org/wiki/Mezin%C3%A1rodn%C3%AD_m%C4%9Bnov%C3%BD_fond)>

<sup>84</sup> International Monetary Fund: The IMF's Role in Helping Protect the Most Vulnerable in the Global Crisis [online]. 2010 [cit. 2011-17-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/protect.htm>>

Přelomovým mezníkem se stal summit G20<sup>85</sup>, který se konal v Londýně v dubnu 2009. Na programu jednání bylo mimo jiné zajištění zdrojů pro pomoc zemím postižených krizí prostřednictvím mezinárodních finančních institucí. Role MMF byla v rámci londýnského summitu významně posílena. Země G20 se zavázaly ztrojnásobit zdroje pro eventuální půjčky. Summit G20 v Londýně odsouhlasil trojnásobné navýšení zdrojů MMF o 250 miliard dolarů od 26 členských zemí k zajištění stability mezinárodního systému, čímž došlo k jeho celkovému navýšení na 500 miliard dolarů. Současně s tím souhlasily státy G20 se zvýšením globální likvidity o rozsáhlé emisi SDR<sup>86</sup> v ekvivalentu 250 miliard dolarů, aby došlo skutečně ke ztrojnásobení kapacity zdrojů fondu oproti situaci před krizí v budoucnosti.<sup>87</sup>

Plán obnovy se ne vždy setkal s kladnou odezvou. Například výkonný ředitel MMF – Strauss Kahn považoval podpůrný balík EU ve výši 1,5 % HDP jako neadekvátní k rozsahu krize a možným dopadům na reálnou ekonomiku. Tvrdil, že pokud vlády nepřijmou další stimulační programy, může světová ekonomika upadnout do dlouhé a těžké krize provázené sociálními nepokoji. MMF koncem roku 2008 doporučoval, aby vlády utratily na podporu ekonomiky celkem dvě procenta světového domácího produktu (v té době zhruba 1,2 bilionu dolarů).<sup>88</sup>

Klíčovou roli v době krize hrálo společenství G20, protože se jedná o skupiny největších ekonomik světa zastupující 2/3 světové populace představující 85% světového hrubého domácího produktu a 80% mezinárodního obchodu. Důležitá zasedání G20 v rámci tématu

---

<sup>85</sup> Společenství G20 je tvořeno 19 zeměmi s největším vlivem na světový ekonomický systém a dvacátým členem je Evropská unie. Společenství G20 vzniklo v roce 1999. Jednotlivé země jsou při jednáních zastupují ministři financí a guvernéři centrálních bank, za EU se účastní předseda Rady a zástupce Evropské centrální banky. Schůzek se také účastní zástupci IMF a Světové banky. Společenství sdružuje důležité průmyslové a rozvíjejí se země ze všech částí světa a reprezentuje 85 % globálního HDP, 80 % mezinárodního obchodu a dvě třetiny světové populace, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-17-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/G20>>

<sup>86</sup> Termín SDR (Zvláštní práva čerpání) představuje jednotnou měnovou a účetní jednotku užívanou v rámci Mezinárodního měnového fondu. SDR tvoří hlavní rezervní aktivum MMF, který přiděluje SDR svým členům na základě výše jejich členských kvót, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-17-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD\\_pr%C3%A1va\\_%C4%8Derp%C3%A1n%C3%AD](http://cs.wikipedia.org/wiki/Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD_pr%C3%A1va_%C4%8Derp%C3%A1n%C3%AD)>

<sup>87</sup> International Monetary Fund Annual report 2009. Fighting the global crisis [online]. 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný na WWW: <[www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09_eng.pdf)>; Česká národní banka (ČNB). MMF: Reforma po reformě [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2009/cl\\_09\\_091118b.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_091118b.html)>

<sup>88</sup> Králíček Tomáš. Záchraný balíček EU na boj s krizí nestačí, tvrdí šéf MMF. *IHNed.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-17-03]. Dostupný na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-31720580-zachranny-balicek-eu-na-boj-s-krizi-nestaci-tvrdi-sef-mmf>>

Finanční krize a světová ekonomika se konala v listopadu 2008 ve Washingtonu, v dubnu 2009 v Londýně, v září 2009 v Pittsburgu, v červnu 2010 v Torontu a v listopadu 2010 v Soulu.

Na londýnském summitu se představitelé G20 zavázali přijmout všechny nezbytné kroky a opatření v následujících oblastech:

- **Obnova hospodářského růstu a pracovních míst** – prostřednictvím vyčlenění dodatečných finančních prostředků pro MMF, další finanční instituce a financování obchodu ve výši 832 miliard EUR. Dále byl přijat závazek na vypracování škály udržitelných finančních opatření, s jejichž pomocí má být obnoveno úvěrování, hospodářský růst, tvorba pracovních míst ve světové ekonomice a dlouhodobě zajištěna fiskální udržitelnost.
- **Posílení finančního dohledu a regulace** - společný přístup k přísnější regulaci finančního sektoru a účinnějšímu finančnímu dohledu, jenž bude založen na systematictější spolupráci jednotlivých zemí s cílem znovu nastolit důvěru ve finanční sektor. Potřebu neodkladně řešit znehodnocená aktiva bank, která brání poskytování úvěrů. Lépe regulovat a kontrolovat všechny systémově důležité instituce, trhy a nástroje (včetně zajišťovacích fondů). Nutnost přijmout další opatření k zamezení nadměrných spekulací, které v úhrnu představují možné riziko pro finanční stabilitu. Zlepšit opatření týkající se ratingových agentur a zvýšit jejich transparentnost. Stanovit jediný soubor účetních standardů. Přijmout konkrétní opatření na ukončení činnosti všech daňových a regulačních rájů a pracovat na odstranění veškerých mezer v domácích daňových a regulačních předpisech.
- **Posílení mezinárodních finančních institucí** - svěřit ústřední úlohu při koordinaci dojednaného programu nově přejmenované a rozšířené Radě pro finanční stabilitu s cílem vytvořit pro Radu pevnější institucionální základ a posílit její pravomoci. Reformovat mezinárodní finanční instituce. Potřebu provést rozsáhlou reformu světové hospodářské a finanční správy, která musí podpořit transparentnost a veřejnou odpovědnost. V dohledné budoucnosti zajistit soulad politik a postupů mezinárodních hospodářských a finančních institucí. Rozšířit zvláštní práva čerpání z MMF, které může být v budoucnu nezbytné.

- **Odolávání protekcionismu a podpora světového obchodu a investic** - zvýšit zdroje pro světové finanční instituce o 850 miliard USD určené na podporu růstu nově vznikajících trhů a rozvojových zemí. Nutnost navýšit prostředky MMF, který je hlavním poskytovatelem finanční pomoci zemím, jež se potýkají s problémy platební bilance, včetně členských států EU. Více podporovat světový obchod a investice. Odmítnout veškeré podoby protekcionismu jak v reálné ekonomice, tak ve finančním sektoru. Provést reformu světového obchodního systému s cílem podpořit spravedlivý obchod, zvrátit vzrůstající rozdíly mezi severem a jihem.<sup>89</sup>

---

<sup>89</sup> Úřední věstník Evropské unie. Závěry summitu skupiny G20. Usnesení Evropského parlamentu ze dne 24. dubna 2009 o londýnském summitu skupiny G20 konaném dne 2. dubna 2009. Úřední věstník Evropské unie [online]. 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný na WWW: <<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:184E:0094:0100:CS:PDF>>

### 3 Bezprostřední příčiny vzniku globální finanční krize

Současná finanční krize bývá často srovnávána s Velkou hospodářskou krizí z přelomu dvacátých a třicátých let minulého století. Dle Almunia, Bénétrixe a Eichengreena,<sup>90</sup> měly obě krize podobné příčiny a v jejich počátcích lze vysledovat podobné rysy průběhu. V obou případech započala krize v USA a vede nejprve k poklesu trhu s cennými papíry, pak k prudkému poklesu průmyslové produkce a světového obchodu. V čem se obě krize zásadně liší, je celosvětový kontext daný zejména postupujícími procesy internacionalizace a globalizace světové ekonomiky a tudíž i způsob, jakým došlo k rozšíření krize do dalších zemí. Určitě se liší i nástroji a silou zásahu fiskálních a monetárních politik jednotlivých zemí. Zatímco ve třicátých letech se klíčovým kanálem přenášejícím krizi stal obchod, kapitálové toky a ceny komodit, v současné době je řadou ekonomů považován za hlavní transmisní kanál mezinárodní mezibankovní trh.

V úvodu třetí kapitoly jsou v obecné rovině zmíněny různé faktory a alternativní vysvětlení hlavních příčin stojících za vznikem soudobé krize. Jak již bylo uvedeno, zdrojem finančních otřesů a následného hospodářského poklesu nebyla jedna konkrétní skutečnost, ale šlo nepochybně o součin několika faktorů. Cílem této kapitoly je identifikovat hlavní faktory, které přispěly k vyvolání, eventuálně k prohloubení finanční a hospodářské krize, kategorizovat je a stručně vyhodnotit.

Dle Aigingera<sup>91</sup> lze rozdělit příčiny do několika kategorií (viz tabulka č. 4 - převzato od Lungové Miroslavy, Hospodářská krize 2008-2009: Analýza příčin).<sup>92</sup>

---

<sup>90</sup> Almunia Miguel., Bénétrix S. Augustín, Eichengreen Barry. From Great Depression To Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts [online]. 2009 [cit. 2011-21-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.nber.org/papers/w15524>>

<sup>91</sup> Aiginger Karl. The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences. Österreichisches Institut Für Wirtschaftsforschung. Wien [online]. 2009 [cit. 2011- 21-03]. Dostupné na WWW: <[http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display\\_mode=2&pub\\_language=2&language=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display_mode=2&pub_language=2&language=2)>

<sup>92</sup> Lungová Miroslava. Hospodářská krize 2008-2009: Analýza příčin. Technická universita v Liberci, Ekonomická fakulta, Katedra ekonomie [online], [cit. 2011-24-03]. Dostupné na WWW: <[vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova\\_E+M.pdf](http://vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova_E+M.pdf)>

Tabulka č. 4: Rozdělení hlavních příčin současné ekonomické krize

Krátkodobý spouštěcí mechanismus:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- laxní poskytování hypotečních úvěrů bez patřičného zajištění domácnostem, které představovaly riziko z hlediska budoucího splácení</li> <li>- spojování jednotlivých finančních instrumentů a půjček, jejich sekuritizace a následný prodej</li> </ul>
Dlouhodobé příčiny:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- podcenění vzniku nových finančních instrumentů a nedostatečné přizpůsobení regulačního rámce (nedostatečná regulace v oblasti finančních derivátů, investičních fondů)</li> <li>- oligopolní struktura ratingových agentur</li> <li>- zanedbání systémového rizika</li> </ul>
Makroekonomická nerovnováha	<ul style="list-style-type: none"> <li>- přebytek úspor asijských zemí a zemí produkujících ropu</li> <li>- trojnásobný deficit v USA: obchodní, rozpočtový a úspor</li> <li>- nedostatečné omezení nabídky peněz po oživení v roce 2002</li> </ul>
Nadhodnocené očekávání výnosů:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nové formy nahrazující vlastní jmění</li> <li>- spekulace bank, firem a spotřebitelů</li> </ul>
Přítěžující faktory:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- měnová a cenová bublina (ceny surovin, ropy a potravin)</li> <li>- důraz na krátkodobé zisky, účetní pravidla</li> <li>- nedostatek surovin, energie a potravin</li> </ul>
Slabá koordinace:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MMF, Světová banka, G7, konkurenční politika, daňové ráje</li> <li>- podcenění systémového rizika</li> </ul>
Neadekvátní systém odměn manažerů:	<ul style="list-style-type: none"> <li>- bonusy za krátkodobý úspěch</li> <li>- vyšší zisky z finančního kapitálu než z reálných investic</li> <li>- spekulace jako atraktivní profese</li> <li>- sliby bezrizikových investic od poradců</li> </ul>

Zdroj: AIGINGER, K. The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences. Dostupné z WWW:

<[http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display\\_mode=2&pub\\_language=2&language=2](http://www.wifo.ac.at/wwa/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display_mode=2&pub_language=2&language=2)> převzato z:

[http://vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova\\_E+M.pdf](http://vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova_E+M.pdf)>

### 3.1 Finanční inovace

V souvislosti s dlouhodobou uvolněnou měnovou politikou centrálních bank se vytvořily obrovské objemy volných peněžních prostředků hledající výnosné uplatnění. S ohledem na malé rozdíly ve výnosových premiích jednotlivých druhů aktiv byl vytvořen předpoklad pro rozvoj finančních inovací a nových finančních instrumentů.

Jedním z nových a moderních finančních nástrojů byly tzv. CDOs.<sup>93</sup> Jedná se o cenné papíry dluhového charakteru, prostřednictvím kterých si obchodní banky opatřovaly potřebné zdroje na poskytování hypoték. CDOs jsou tedy cenné papíry emitované na základě podkladového aktiva, které je zdrojem výnosů plynoucích z držby CDOs. Většinou se v podkladovém portfoliu nacházejí dluhopisy, půjčky a hypotéky, které banka zkombinuje a vytvoří tak podkladové aktivum pro emitované CDOs.

CDOs se emitují ve skupinách, tzv. tranších a vyplacené výnosy z tranší se odvíjí od výkonnosti jednotlivých položek podkladového portfolia. CDO je vydáván ve třech rizikových tranších podle ratingového hodnocení, kdy každá z nich má rozdílnou míru výnosu a rizika (platí investiční pravidlo, že čím vyšší výnos, tím vyšší riziko ztráty).

Tyto dluhové cenné papíry emitovaly významné investiční banky jako například Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch. Investory se stávaly banky, penzijní fondy a hedgeové fondy. Ochota investovat do těchto cenných papírů vyplývala z růstu cen nemovitostí, neustálé poptávce domácností po hypotečních úvěrech a politice ratingových agentur, které bez hlubších analýz a budoucí predikce přidělovaly cenným papírům vysoké ratingy. Díky tomu začali věřitelé v hojně míře investovat právě do rizikových cenných papírů.

Když se počátkem roku 2007 objevily první problémy se substandardními půjčkami, tak se do vážných problémů dostaly i CDOs, protože se začalo ukazovat, že majitelé cenných papírů nižších tranší pravděpodobně utrpí citelné ztráty, a hodnota těchto aktiv rázem prudce poklesla. To v podstatě znamenalo konec substandardních půjček, protože cenné papíry nižších tranší by nikdo nekoupil. Postupem času se ukázalo, že bezpečné není nic co jakkoli souvisí s bydlením – ani vyšší tranše.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> CDOs - collateral debt obligations, představující neregulovaný investičně-úvěrový strukturovaný produkt v podobě zajištěné dluhové obligace kryté podkladovým portfoliem (nemovitostí), WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-03-01]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/CDO>>

<sup>94</sup> Krugman, P. Návrát ekonomické krize, s. 148-149

Obrovský boom těchto finančních instrumentů demonstruje následující tabulka.

Tabulka č. 5: Vývoj objemu nových globálních emisí CDOs (svět, 2004-2008, v mld. USD)

Rok	2004	2005	2006	2007	1-6/2008
Objem	157	272	552	503	168

Zdroj: Standard & Poor 's (2008,s.6), převzato z:

<[http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com\\_content&task=view&id=188&Itemid=29](http://cfuc.vse.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=188&Itemid=29)>

### 3.1.1 Rozmach v obchodování se strukturovanými finančními deriváty

Ve finančním systému se stále častěji používal obchodní model originate-to-distribute (ODM)<sup>95</sup>, který umožňuje transfer úvěru a jeho kreditního rizika dále do finančního systému. Finanční instituce podle tohoto modelu nedrží ve svých rozvahách poskytnuté úvěry až do jejich splatnosti, ale distribuují je dále přes specializované subjekty, které vydají strukturovaný finanční produkt (jedná se o kombinaci úvěru různého typu a úvěrové kvality – například hypotéky, dluhy na kreditních kartách, spotřebitelské půjčky). Z těchto aktiv je pak vytvořen prostřednictvím speciální účelové firmy (SPV)<sup>96</sup> finanční strukturovaný nástroj, např. CDO, jenž je oceněn a prodán investorovi. Jelikož banky vybraná aktiva „prodávají“ speciálním účelovým firmám a tím je vyvádějí ze svých rozvah, vyvádí se zároveň z účetních knih úvěrové riziko. Tím se snižuje zájem původce úvěru o přesné ohodnocení bonity dlužníků a dochází k uvolňování požadavků na úvěrování. Důležitým parametrem poskytnutého úvěru se pak stává nikoliv riziko jeho možného nesplacení, nýbrž jeho schopnost být vyveden z bilance banky přes strukturovaný finanční nástroj. Strukturované finanční nástroje nebyly zajímavé pouze pro investory, ale také pro jiné subjekty finančního trhu. Svou složitou strukturou totiž vytvářely nové role a tím rozvíjely celý řetězec vazeb, čímž do transakcí zapojovaly další mezičlánky, např. ratingové agentury. Inovacemi finančních instrumentů docházelo k rozvoji tzv. paralelního bankovního systému, který umožňoval další emisi úvěrů při stávajícím stavu bankovních

<sup>95</sup> Banka poskytla úvěr a měla ho ve své rozvaze až do jeho splatnosti. V průběhu splatnosti pak inkasovala splátky jistiny a úroku. Vznikem mimobilančních společností (special purpose vehicle - SPV) se situace změnila. Banky již nedrží úvěr do splatnosti, ale prostřednictvím SPV, která vytvoří strukturovaný produkt, jej „prodají“ konečnému investorovi. ODM model je součástí tzv. sekuritizace, pomocí níž jsou z méně likvidních podkladových aktiv vytvořeny lépe obchodovatelné cenné papíry: Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-21-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

<sup>96</sup> SPV (special purpose vehicle entity, neboli jednotka pro speciální účely) je finanční instituce – právnická osoba založená mateřskou bankou s vlastní právní subjektivitou s cílem sekuritizovat úvěrové produkty bank a přenos rizika na tyto společnosti. Bučková Veronika: Special Purpuse Entities a jejich podíl na vzniku krize. *Finance.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-21-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize-/>>



pasiv. Tento paralelní bankovní systém pak tvořily vedle již zmíněných speciálních účelových firem dále rovněž investiční banky, investiční a hedgeové fondy. Všechny tyto subjekty se podílely na složitých a dlouhodobých operacích s vypůjčenými penězi, které financovaly krátkodobými cennými papíry. Rozmach paralelního bankovního systému spojený s obchodováním se strukturovanými deriváty v rámci procesu sekuritizace jsou považovány za jednu z příčin současné finanční krize.<sup>97</sup>

### 3.1.2 Efekt finanční páky

Podstatou paralelního bankovního systému bylo, že pro financování investic bylo ve vysoké míře využíváno tzv. efektu finanční páky, resp. pákový efekt.<sup>98</sup> Předpokládané snížení rizik díky procesu sekuritizace bylo impulsem k agresivnějšímu investování. To v konečném důsledku znamenalo, že finanční páka se výrazně zvýšila a investice byly financovány vyšším poměrem dluhu k vlastnímu kapitálu. Díky pákovému efektu bylo možné dosahovat velmi vysokých výnosů, ale na druhou stranu i vysokých ztrát, a to se z hlediska vzniku finanční krize ukázalo jako poměrně významné. Efekt finanční páky a obchodování se strukturovanými deriváty byl hojně využíván ze stran nebankovních institucí, ale i komerčních a investičních bank, za účelem zhodnocení kapitálu.

V souvislosti s pákovým efektem je třeba zmínit ještě jednu podstatnou skutečnost. V roce 2004 získalo pět investičních společností (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns a Morgan Stanley) od Security and Exchange Commission (americká komise pro cenné papíry) výjimku z pravidel ohledně kapitálových požadavků. Poskytnutá výjimka se týkala uvolnění poměru dluhu k čistému kapitálu (*debt to net capital ratio*). Z původních 12:1 na přibližně 30:1. Tímto uvolněním regulačního pravidla americká komise pro cenné papíry umožnila investičním bankám využívat pákového efektu více než dvojnásobně. Naproti tomu poměr u depozitních bank činil přibližně 15:1, ale u Freddie Mac až 70:1.<sup>99</sup>

---

<sup>97</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-21-03].

Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

<sup>98</sup> Principem finančního pákového efektu je použití malého objemu vlastního kapitálu doplněného podstatně větším objemem cizího kapitálu na financování investice. Tato praxe může maximalizovat zisk nebo ztrátu, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-22-03]. Česká verze. Dostupný na WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/P%C3%A1kov%C3%BD\\_efekt](http://cs.wikipedia.org/wiki/P%C3%A1kov%C3%BD_efekt)>

<sup>99</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-21-03].

Dostupný na WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

## 3.2 Dlouhodobé faktory finanční krize

### 3.2.2 Regulační rámec

Dalším faktorem, jenž je dáván do souvislosti se vznikem finanční krize, je nedostatečná nebo špatná regulace finančního systému. Celý finanční svět tedy stojí před zásadní otázkou jaká regulatorní opatření do budoucna přijmout, aby se zabránilo vzniku další podobné krize. Bezprostředně po jejím propuknutí mnozí vládní činitelé a ekonomové volali po nutnosti regulatorních změn a zpřísnění regulace finančního sektoru. Na druhou stranu existují názory, že nedostatečná regulace nestojí v přímé souvislosti za nedávnými problémy a na vině jsou především státní dozorové instituce, které důsledně neplnily své poslání. Pravda je taková, že na finančních trzích a v jejich regulovatelnosti existovaly určité nerovnováhy, které postupně stíraly tradiční rozdíly mezi klasickou komerční bankou, investičními společnostmi a hedgeovými fondy.

Pavel Kohout tvrdí, že bankovnínictví a finance obecně jsou v USA považovány za nejregulovanější odvětví na světě, což vedlo k nabytí dojmu, že se nemůže nic stát. Za tímto pocitem „falešného“ bezpečí se mnozí Američané pouštěli do značně hazardních obchodů. Navíc byl tento jev podpořen zákonem z roku 2002 – tzv. Sarbanes-Oxley Act (zkráceně SOX)<sup>100</sup>, který byl přijat jako reakce na účetní skandály a podvody z přelomu tisíciletí (například společnost Enron, Worldcom). Veškeré zábrany šly stranou a bylo vytvořeno příznivé prostředí pro růst všeobecného optimismu a morálního hazardu. Na jedné straně byly domácnosti uzavírající hypoteční smlouvy s vírou, že v případě jakýchkoliv problémů je zákon a regulátor ochrání. Na straně druhé stál bankovní management se svými obchodními cíli a přesvědčením, že jejich aktivity podléhají přísné regulaci ze stran zodpovědných orgánů, a v případě selhání budou vyzváni k nápravě. Na trhu obecně panovala představa o vysoké regulovanosti a relativním bezpečí. Kohout dále pokračuje, že žádná regulace nedokáže držet krok s invencí tvůrců nových finančních instrumentů.

---

<sup>100</sup> Sarbanes-Oxley Act (SOX) – zákon přijatý Americkým kongresem v roce 2002 v souvislosti s účetními skandály řady významných společností. Jeho pravidla dopadají na americké firmy veřejně obchodované na zdejším kapitálovém trhu, ale také na evropské společnosti, které mají své cenné papíry obchodovány na amerických trzích, případně na ty, kteří jsou dceřinými společnostmi amerických matek. Hlavním cílem přijaté právní úpravy bylo odstranit nedostatky a mezery v předpisech, které upravují způsob jakým a komu mají společnosti poskytovat informace o svém hospodaření, zavádí nová a efektivnější opatření směřujících k lepší vnitřní kontrole finančních toků a majetku firem. Kovanicová Dana: Je Sarbanes-Oxley Act tou správnou léčbou? *Český finanční a účetní časopis*. 2008, roč. 3, č. 2, s. 73-77. ISSN 1802-2200

Příkladem uvádí trh s derivátovými kontrakty zvanými credit default swap (CDS, neboli dohody o „směně úvěrového selhání“),<sup>101</sup> kdy tento typ finančního nástroje je příkladem neregulovaného finančního trhu. Závěrem uvádí: „*Problémem amerického trhu byla asymetrie extrémně přísné regulace na jedné straně a nulová regulace na straně druhé. Krajní přísnost na jedné straně vyvolala atmosféru morálního hazardu; nulová regulace na straně druhé pak vytvořila explozivní prostředí.*“<sup>102</sup>

Institucionální základ, kterým došlo k uvolňování regulačních a dohledových standardů u finančních derivátů v USA (CDOs, CDS apod), byl dán zákonem z roku 2000 - Commodity Futures Modernisation Act. Navíc FED v roce 2002 rozhodl nevyužívat dohledových orgánů na nové firmy poskytující hypotéky, což se v praxi projevovalo v postupnému uvolňování úvěrových standardů a podmínek poskytování hypoték stejně jako k volnějšímu dozoru půjček na bydlení, přičemž přestávala být uplatňována obezřetná pravidla. To platilo zejména pro tzv. subprime segment amerického hypotečního trhu, tj. segment domácností s vyšším rizikem nesplacení úvěrů.<sup>103</sup>

### 3.2.3 Setření rozdílů mezi komerčním a investičním bankovníctvím

Po hospodářské krizi z třicátých let minulého století byla přijata nová bankovní legislativa jako reakce na sílící tlaky po větší míře regulace finančního systému, protože původní legislativa umožňovala komerčním bankám se v rozsáhlé míře účastnit rizikových obchodů s cennými papíry. Nezodpovědné chování komerčních bank bylo považováno za hlavní příčinu vzniku krize. Americký kongres přijal v roce 1933 tzv. Glass - Steagallův zákon, který v USA od sebe oddělil sféru komerčního a investičního bankovníctví s cílem zabránit použití depozit v rizikových obchodech s cennými papíry. Komerčním bankám zakázal provádět svěřenecké obchody s cennými papíry, investičním bankám obchodujícím s cennými papíry zakázal získávat depozita. Zavedl rovněž povinné pojištění vkladů a některá další regulatorní opatření. Banky měly pak rok na to, aby se rozhodly, zda se

---

<sup>101</sup> CDS (Credit default swap) je úvěrový derivát, který slouží k přenosu úvěrového rizika mezi dvěma protistranami. Strana, která koupila kontrakt CDS se chce zajistit proti riziku úvěrového selhání podkladového aktiva (např. dluhopisu). Na druhé straně, prodávající se zavazuje uhradit ztrátu v případě zmíněného selhání. Za tuto ochranu si prodávající strana nechává zaplatit určitou prémii, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-24-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Credit\\_default\\_swap](http://cs.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap)>

<sup>102</sup> Kohout Pavel. Proč banky ovládá panika. *Euroskop.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-24-03]. Dostupný na WWW: <<http://www.euroskop.cz/46/2613/clanek/proc-banky-ovlada-panika>>

<sup>103</sup> Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-21-03].

Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/do\\_wload/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/do_wload/0804_mcb.pdf)>

budou specializovat na komerční nebo investiční bankovníctví. Jen 10 % celkových příjmů komerčních bank mohlo pak pocházet z cenných papírů (s výjimkou státních dluhopisů). Mohly však – za předem stanovených podmínek a při dodržení stanovených limitů – nakupovat a držet akcie jiných bank.

Zákon byl ale v rozporu se zájmy finančního sektoru, který jej shledával jako příliš tvrdé omezení svobody podnikat v daném oboru, a postupně začal bojovat za jeho zrušení. Komerční banky jako argument uváděly, že jsou znevýhodněny oproti jiným finančním subjektům, že zákon omezuje jejich možnosti dosahovat vysoké konkurenceschopnosti, že jim utíkají klienti, kterým nemohou nabídnout stejné produkty jako jiné banky, zdůrazňovaly schopnost vlastní regulace. V devadesátých letech se na jejich stranu postavil i FED a komerční bankovní sektor dosáhl svého cíle. Zákon byl zrušen Clintonovou administrativou v roce 1999, což se nepochybně na vzniku finanční krize podepsalo.

Z praktického hlediska došlo k setření rozdílů mezi bankami komerčními a investičními. Tento krok umožnil komerčním bankám pustit se do podnikání v oblasti investičního bankovníctví, podstupovat větší riziko a pouštět se do nekontrolovatelných spekulací s finančními deriváty, což de facto znamenalo sloučení obou typů bank.<sup>104</sup>

### 3.2.4 Systém paralelního (stínového) bankovníctví

Klasické komerční banky přijímají vklady, jsou součástí Federálního rezervního systému, operují víceméně transparentně a podléhají bankovnímu dohledu. Pak také existují instituce, jež vklady nepřijímají, ale v podstatě se chovají také jako banky, ale fungují mnohem méně transparentně – pro tento typ bank se vžil termín paralelní neboli stínové bankovníctví. Systém fungování stínového bankovníctví vystihl Paul Krugman na příkladu cenného papíru s periodicky stanoveným úrokem: „*Jednotlivci zapůjčili finančnímu ústavu poskytujícímu půjčky dlouhodobě peníze. Zákon umožňoval, aby byly tyto prostředky vázány třeba až třicet let, nicméně finanční instituce, která tyto cenné papíry vydávala, pořádala vždy v kratších časových intervalech menší aukce, během nichž potenciální noví investoři v podstatě vydražovali právo nahradit ty investory, kteří chtěli z podnikání vystoupit. Úroková sazba, která z této dražby vzešla, platila pro objem všech investovaných prostředků až do příští aukce, kdy se celý postup opakoval.*“<sup>105</sup>

<sup>104</sup> Klvačová Eva. Zvládání finančních krizí: Evropský a americký model. Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize. Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři [online]. 2009 [cit. 2011-24-03].

Dostupný na WWW: <[http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad\\_seminar\\_1.pdf](http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad_seminar_1.pdf)>

<sup>105</sup> Krugman, P. Návrat ekonomické krize, s. 141

Dalo by se říci, že cenné papíry s periodicky stanoveným úrokem nabízejí všem zúčastněným lepší podmínky než standardní bankovní produkty. Investorům z těchto cenných papírů plynula vyšší míra zhodnocení než z bankovních vkladů, na druhou stranu jejich emitenti mohli vyplácet úroky nižší, než jaké se platí za dlouhodobé bankovní půjčky. Kde hledat příčinu? Tu lze najít v silné regulaci komerčních bank, jejichž zákonnou povinností je mít poměrně značné hotovostní rezervy i určitý objem vlastního kapitálu a platit pojištění za vklady. Pokud si tedy zájemci o úvěr opatří finanční prostředky prostřednictvím cenných papírů s periodicky stanoveným úrokem, mohou všechna tato regulační opatření obejít.

Systém cenných papírů s periodicky stanoveným úrokem, v němž se na vrcholu jeho obliby pohybovalo kolem 400 miliard dolarů, se začal po propuknutí hypoteční krize hroutit. Aukce jedna za druhou selhávaly, protože na trh přicházelo málo nových investorů, kteří by byli schopni nahradit ty, kdo potřebovali své peníze stáhnout. Lidé zjišťovali, že jejich prostředky pravděpodobně na celé desetiletí zamrzly v dlouhodobých investicích a oni nemají možnost získat je zpět. Každá neúspěšná aukce plodila zákonitě další.

Paul Krugman cituje tehdejšího guvernéra Newyorské federální rezervní banky Timothy Geithnera, který byl šokován zjištěním, v jak obrovské míře se celý systém vymkl kontrole. Geithner uvádí, že struktura finančního sektoru se v době hospodářského růstu zásadně proměnila a dramatický vzestup zaznamenala aktiva nacházející se mimo rámec tradičního systému bankovníctví. Jen u cenných papírů s periodicky nastavovaným úrokem, opčních dluhopisů a nezajištěných dluhových obligací dosáhla hodnota jejich transferů na počátku roku 2007 hodnoty 2,2 bilionů dolarů. Hodnota aktiv v hedgeových fondech se zvýšila zhruba na 1,8 bilionu dolarů. Účetní závěrky tehdy pěti největších investičních bank činily dohromady čtyři biliony dolarů, přičemž hodnota všech aktiv celého bankovního sektoru činila přibližně deset bilionů dolarů. Geithner dále označil celou řadu finančních produktů za součást „nebankovního finančního systému“ – institucí, které z perspektivy bankovního dohledu bankami vůbec nejsou, nicméně plní funkci banky, a poukázal na to, jak zranitelný celý tento systém je.<sup>106</sup>

---

<sup>106</sup> Krugman, P. Návrat ekonomické krize, s. 141-143

### 3.2.5 Hedgeové fondy<sup>107</sup> a jejich podíl na vzniku krize

Hlavním předmětem podnikání hedgeových fondů je vytěžit maximální zisk z finančních spekulací při maximální míře rizika. K dosažení výnosů používají širokou paletu investičních technik a strategií. Mezi nejrozšířenější patří prodej nakrátko, neboli short-selling. Jedná se o strategii využívající efektu padajících cen aktiv při spekulaci na jejich krátkodobý pokles. Samotný obchod vypadá v praxi tak, že mám - li v úmyslu prodat akcie nebo jiné cenné papíry „na krátko“, vypůjčím si je od jejich majitelů a smluvně sjednám, že za úplatu a v předem dohodnutém termínu mu je zase vrátím. Akcie či jiné cenné papíry na burze obratem prodám a těsně před datem stanovení k jejich navrácení akcie odkoupím zpět. Pokud cena aktiva klesla, tak vydělám, v opačném případě utrpím ztrátu společně s vypůjčitelem.<sup>108</sup>

Další obchodní strategií je využití efektu finanční páky. Podstatou tohoto typu obchodování je získat marži. Hedgeový fond si půjčí cizí kapitál za co nejnižší úrok na předem stanovenou dobu. Poté najde vhodnou investiční příležitost, která vynese více než smluvený úrok. Až přijde konec smluvené doby, půjčku i s úroky splatí a rozdíl si ponechá. Takto lze realizovat čistý zisk bez počátečního vlastního kapitálu. Avšak tato operace s sebou nese vysoké riziko v případě, když investice nevyjde, pak se realizuje ztráta.<sup>109</sup>

Výhodou tohoto typu investování je, že může investorům vkládajícím svá aktiva do hedgeových fondů přinést veliký výnos, jelikož fond může disponovat mnohonásobně větším objemem prostředků, než do něj vložili sami jeho vlastníci, protože tzv. „dlouhé“ pozice nakupuje převážně za hotovost získanou vytvořením pozic „krátkých“. Důvodem, proč fondy potřebují nějaký vlastní kapitál, je ta skutečnost, že svým smluvním partnerům v obchodních transakcích spekulujících na pokles cen musí poskytnout záruky, že své závazky vůči nim budou schopny dodržet. Hedgeové fondy dokáží realizovat obchody v rozsahu až stokrát větším, než je kapitál vložený do nich jejich vlastníky. Nevýhodou naopak je, že hedgeové fondy mohou o své peníze velmi snadno přijít. I mírné výkyvy na akciových (dluhopisových) trzích mohou hedgeové fondy rychle připravit o kapitál.<sup>110</sup>

---

<sup>107</sup> hedgeové fondy představují fondy investující do rizikových cenných papírů nepodléhající regulaci ze strany státních orgánů, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-03-01]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Hedgeov%C3%A9\\_fondy](http://cs.wikipedia.org/wiki/Hedgeov%C3%A9_fondy)>

<sup>108</sup> Krugman, P. Návrat ekonomické krize, s. 107

<sup>109</sup> Sarkysian Inna. Hedgeové a realitní fondy. *Důmfinanci.cz* [online]. 2007 [cit. 2011-05-03]. Dostupný na WWW: <<http://dumfinanci.cz/investovani/hedgeove-a-realitni-fondy>>

<sup>110</sup> Krugman, P. Návrat ekonomické krize, s. 108

Hedgeové fondy se určitou měrou podílely na vzniku finanční krize, protože v době levných peněz po roce 2001 nakumulovaly vysoké objemy nelikvidních aktiv na pákový efekt, kdy mnohé z nich byly vázány v rizikových instrumentech typu CDOs. V době výprodeje většiny rizikových aktiv nedokázaly soustředit dostatečnou likviditu, aby naráz v krátké době uspokojily nároky svých věřitelů, kteří chtěli získat zpět svá aktiva. Na druhou stranu je třeba zmínit nedostatečnou regulaci hedgeových fondů, které mohly být zřizovány kdekoli ve světě s minimálním základním kapitálem s možností investovat do různých finančních instrumentů s různou mírou rizika.

### **3.3 Předluženost ekonomiky USA**

Kolébku finanční krize a následné globální recese byly Spojené státy. Paradoxem je, že právě Spojené státy jsou často označovány za motor světové ekonomiky a tahouna hospodářského růstu s výsadním postavením v mezinárodním finančním systému, byť její ekonomika v poslední době fungovala na dluh nasáváním zboží a financí ze zahraničí, čímž přispívala ke vzniku vážných finančních nerovnováh.

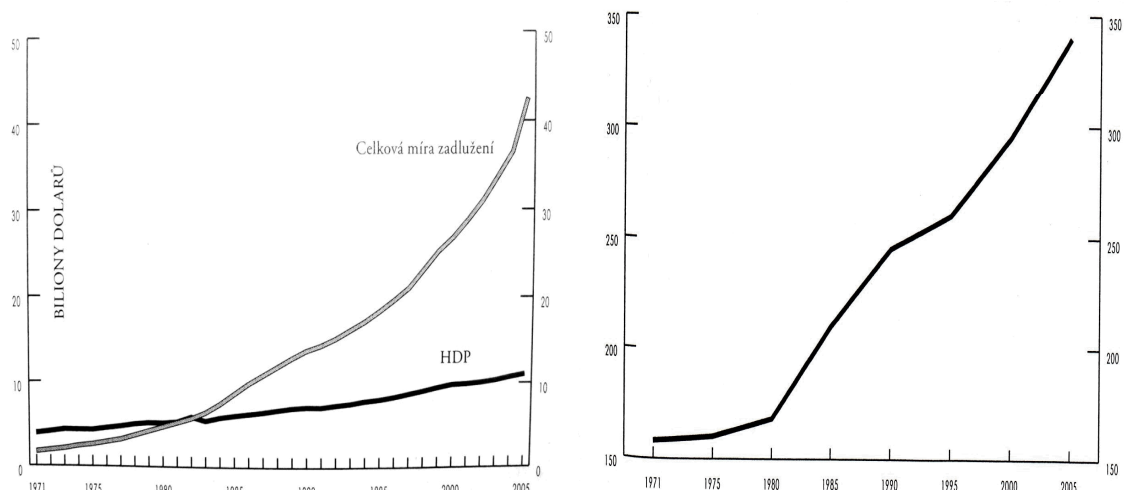
Strmému zadlužování ale neodpovídala míra ekonomického růstu. Již zhruba od začátku sedmdesátých let 20. století dochází v USA k nárůstu celkového dluhu. V sedmdesátých letech dosahovala míra nesplacených závazků půl druhého násobku celkové roční ekonomické aktivity (HDP). Do roku 1985 to byl už dvojnásobek HDP. Do roku 2005 se míra celkové zadluženosti USA rovnala téměř 350 % HDP.<sup>111</sup> V polovině roku 2008 se celková zadluženost zvětšila na 356% HDP.<sup>112</sup>

Růst zadluženosti Spojených států ve vztahu k jejich hrubému domácímu produktu je zachycen na obrázcích 10. a 11. Vývoj svědčí jednoznačně o poklesu stimulačních účinků zadluženosti na ekonomický růst.

---

<sup>111</sup> Foster J, Magdoff F. Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 46

<sup>112</sup> Fárek J. Transformace finanční krize v globální hospodářský útlum: poučení, výzvy a geopolitické souvislosti. Mezinárodní politika. 2009, roč.33, č.2, s. 4-5. ISSN 0543-7962.

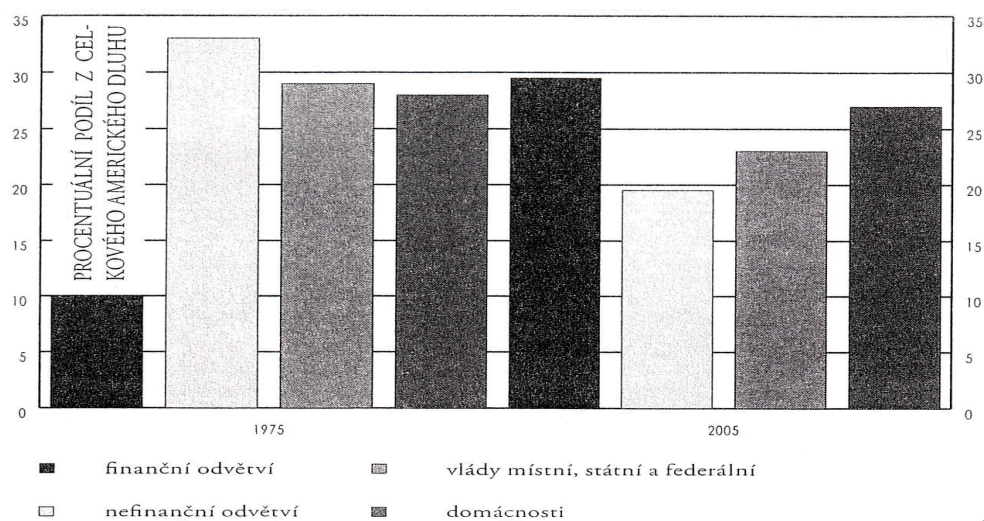


Obrázek č. 10: Vývoj HDP a zadluženosti USA v letech 1971-2005 (v bilionech USD)

Obrázek č. 11: Celková míra zadlužení USA v letech 1971-2005 (v % HDP)

Zdroj: FOSTER J., MAGDOFF F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 46-47

Na obrázku č. 12 je porovnána struktura této zadluženosti v rozmezí let 1975 až 2005. Jak je z grafu dobře patrné, podíly jednotlivých sektorů se za dobu sledování značně proměnily. V polovině 70. let se na zadluženosti USA nejvíce podílely podniky reálné ekonomiky, tedy nefinanční odvětví, druhým největším dlužníkem byl stát (na místní, státní a federální úrovni) a třetí v pořadí byly domácnosti. Finanční sektor byl evidentně tím, kdo především půjčoval. Sám se na celkové zadluženosti podílel pouze 10 %. O třicet let později je situace diametrálně odlišná. Finanční sektor je největším dlužníkem ze všech. Na celkové zadluženosti se podílí téměř 30 %. Změna struktury zadluženosti nabízí jedno z vysvětlení poklesu stimulačních účinků zadluženosti na ekonomický růst.



Obrázek č. 12: Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005

Pramen: FOSTER J., MAGDOFF F., Velká finanční krize: Příčiny a následky, s.48



Jak uvádí Foster a Magdoff<sup>113</sup> „Úvěry lze použít na bezpočet účelů. Některé významnou měrou stimulují ekonomiku a mají dlouhodobý účinek (investice do nových podniků, rozšiřování nebo modernizace starých), některé mají na ekonomiku mírný a relativně krátkodobý účinek (spotřebitelské úvěry), některé nemají vliv žádný nebo minimální (finanční spekulace).“

Finanční instituce se dnes masivně zadlužují ve snaze vydělat z půjčených peněz další peníze. Zadlužení finančních institucí prostřednictvím spekulativních operací má pramalý nebo vůbec žádný podpůrný dopad na výrobu. Zisky z těchto úvěrem financovaných transakcí jsou jen zřídka použity na investice do průmyslu nebo služeb vytvářejících nová pracovní místa. Moderní ekonomika se stala chronicky závislou na věřiteli poslední instance v podobě vlád, centrálních bank a ministerstev financí, jenž poskytují finančním institucím likviditu v dobách krizí. Aby nejkonzervativnější ekonomika světa přežila krizi, která v ní vypukla a z níž se rozšířila do celého světa, musel do ní FED nasypat větší množství peněz než kdykoli předtím. Obrovskými fiskálními stimuly podpořila americkou ekonomiku rovněž vláda USA.<sup>114</sup>

Státní dluh USA se bude do budoucna zřejmě dále prohlubovat, o čemž svědčí fakt, že v únoru 2010 podepsal současný americký prezident Barack Obama zákon, kterým zvýšil horní hranici amerického státního dluhu na 14,3 bilionu dolarů. Státní dluh Spojených států před tímto navýšením činí 12,37 bilionu dolarů, což představuje 88% HDP.<sup>115</sup> V roce 2010 skončilo USA s rekordním deficitem 1,56 bilionu dolarů. Do roku 2014 se má podle předpovědi MMF dostat vládní dluh na 108 % HDP.<sup>116</sup>

### **3.3.1 Dlouhodobá globální nerovnováha (deficit běžného účtu platební bilance USA)**

Za každoročním rozpočtovým deficitem Spojených států a deficitem běžného účtu platební bilance je tzv. dlouhodobá globální nerovnováha. Je představována mírou sklonu ke spoření a k investování mezi zeměmi. Rozdíl mezi mírou investic a vnitřních úspor pak musí být financován ze snadno dostupných zdrojů přebytkových ekonomik.<sup>117</sup> Jinými

---

<sup>113</sup> Foster J, Magdoff F. Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 49

<sup>114</sup> Foster J, Magdoff F. Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 45-49

<sup>115</sup> Spencová Tereza. Zahraniční dluh USA přesáhl 88% HDP. *Outsidermedia* [online]. 2010 [cit. 2011-22-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.outsidermedia.cz/-Zahranicni-dluh-USA-presahl-88-procent-HDP-1.aspx>>

<sup>116</sup> Homolka Marek. Americký dluh zdá se být nezkrotným. *Finexpert.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-22-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.finexpert.cz/Rubriky/Americky-dluh-zda-se-byt-nezkrotnym/sc-17-a-25783/default.aspx>>

<sup>117</sup> Fárek J. Transformace finanční krize v globální hospodářský útlum: poučení, výzvy a geopolitické souvislosti. *Mezinárodní politika*. 2009, roč.33, č.2, s. 4-5. ISSN 0543-7962.

slovy globální nerovnováhy označují výrazné deficity a přebytky běžného účtu platební bilance, jež odráží nerovnovážený stav světového obchodu a kapitálových toků, zejména mezi Spojenými státy a jihovýchodní Asií.<sup>118</sup>

Kořeny tohoto problému se výraznou měrou projevily s rozpadem Breton-woodského měnového systému<sup>119</sup> v sedmdesátých letech minulého století, protože se zvýšila variabilita měnových režimů doprovázená nebývalým rozmachem mezinárodních kapitálových toků. Spolu s tím došlo k výrazné transformaci světové ekonomiky, způsobené zejména rychlým ekonomickým rozvojem v oblasti jihovýchodní Asie, která dokázala zkombinovat mobilizaci levné pracovní síly s hospodářskou politikou podporující zvýšený hospodářský růst. Finanční liberalizace podpořila mezinárodní mobilitu kapitálu a tím nepřímo i oddělení domácích měr úspor a investic. Zatímco trhy úspor a investic začaly fungovat globálně, hospodářská politika hlavních aktérů světové ekonomiky zůstala spjata s individuálními potřebami jednotlivých zemí. Spojené státy například nebyly donuceny k opatření zvyšujícím národní míru úspor a zejména ke snížení strukturálního deficitu svých veřejných financí, neboť jejich výsadní postavení v mezinárodním finančním systému jim zajišťoval příliv dostatečného kapitálu ze snadno dostupných zdrojů přebytkových ekonomik, především exportně úspěšných jako Čína a země vyvážející ropu. Během let 2005 až 2008 se finanční příliv do USA dramaticky zvýšil.<sup>120</sup>

Tento trend vycházel z toho, že americký dolar je hlavní rezervní aktivum světového finančního systému. Pro získání rezervních dolarů ostatní země vyvážely zboží do Spojených států, ale získané dolary pak držely a nenakupovaly za ně americké zboží. Díky tomu Spojené státy měly výhodu, že mohly celá desetiletí spotřebovávat více, než samy vytvářely. Americké vlády nabízely pro uložení a zhodnocení dolarových rezerv bezpečný nástroj – americké vládní dluhopisy. Díky neustávající nabídce bezpečných vládních dluhopisů přitékalo do USA jednostranně nejen zboží ale také kapitál. Vláda tak mohla své deficity snadno financovat. Hromadění dolarových rezerv v poslední dekádě před

---

<sup>118</sup> Jiráňková Martina; Hnát Pavel. Vliv současné ekonomické krize na institucionální uspořádání světové ekonomiky. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra světové ekonomiky [online], [cit. 2011-24-03]. Dostupné na WWW: <[www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf](http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf)>

<sup>119</sup> Brettonwoodský systém byl systém regulace mezinárodních měnových vztahů, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Brettonwoodsk%C3%BD\\_syst%C3%A9m](http://cs.wikipedia.org/wiki/Brettonwoodsk%C3%BD_syst%C3%A9m)>

<sup>120</sup> Jiráňková Martina; Hnát Pavel. Vliv současné ekonomické krize na Institucionální uspořádání světové ekonomiky. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra světové ekonomiky [online], [cit. 2011-24-03]. Dostupné na WWW: <[www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf](http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf)>

vypuknutím krize zesílilo zejména v Asii, protože část asijských zemí v minulosti prošla finanční krizí a tyto země se rozhodly si do budoucna vytvořit dostatečné finanční rezervy, což rovněž podporovalo jejich růstovou strategii nazývanou „exportem tážený růst“. K růstové exportní strategii se postupně připojovaly i další rozvojové země, zejména Indie a Brazílie. Hospodářský růst těchto ekonomik a hromadění dolarových rezerv vedl na druhé straně k nárůstu cen ropy a k dalšímu zvětšování dolarových rezerv ropných zemí.

Globální finanční nerovnováha vypadala tak, že na jedné straně stály Spojené státy jako čistý dovozce zboží a kapitálu, s dvojím deficitem – obchodní bilance a státního rozpočtu, a na druhé straně ekonomiky jako Čína – životně závislé na vývozu zboží do USA a ochotné v zájmu udržení svých dolarových rezerv financovat schodky amerického rozpočtu. Čína byla často varována před nadměrnou exportní politikou, ale převažovaly názory, že Spojené státy fungují jako bezpečný přístav pro zahraniční investice a že tuto „peněžní záplavu“ budou po neomezenou dobu schopny efektivně zhodnocovat, což se nestalo. Pro Spojené státy je důležité, aby Čína nepřestala financovat její deficity nákupem amerických vládních dluhopisů. Zároveň Čína je vysoce závislá na tom, aby američtí spotřebitelé dále nakupovali její zboží a aby nedošlo ke znehodnocení amerického dolaru, protože rezervy, které čínská ekonomika drží, se odhadují na dva biliony dolarů.

Čína a další proexportní země se snažily udržovat kurz svých měn k dolaru na úrovni, která jim umožňovala velké exportní přebytky, o které opíraly svůj růst a získané dolary hromadily jako devizové rezervy. Politika podhodnocených kurzů národních měn a exportu stimulovala kladné saldo obchodní bilance a běžného účtu. Proti přebytkům na jedné straně stály schodky ve Spojených státech. Spotřeba zde rostla na dluh a domácnosti přestaly spořit. Spojené státy bohužel neměly žádný zájem na nápravě nerovnováhy a bez omezení nechaly volně do země přitékat dluhový kapitál. To napomáhalo financovat úvěry při udržení nízkých úrokových sazeb a zvyšování cen nemovitostí a dalších aktiv. Spojené státy tak maximálně využívaly svého výsadního postavení v mezinárodním obchodě, což ji ve spojení s úlohou dolaru jako světové rezervní měny a vládních dluhopisů, umožňovalo financovat rozpočtové deficity a refinancovat vládní dluh. Současně byly americké finanční trhy zahlceny likviditou, kterou se finanční instituce snažily zhodnocovat stále riskantnějšími transakcemi.<sup>121</sup>

---

<sup>121</sup> Janáčková S. Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 34 - 41

### 3.4 Finanční spekulace

Jako z dalších příčin finanční krize lze jmenovat finanční spekulace, do kterých se ve velké míře pouštěl finanční sektor, který stále přicházel s novými finančními inovacemi s cílem zhodnocovat kapitál. Finančnictví obecně se stalo dominantní činností vyspělé kapitalistické ekonomiky. Finanční společnosti vyvinuly řadu důmyslných metod, jak minimalizovat rizika svých finančních investic. Úvěry jsou slučovány do „balíčků“ a prodávány investičním fondům a dalším investičním institucím. Banky vyvedením úvěrů ze svých bilancí přestaly nést zodpovědnost za platební neschopnost svých klientů a snižovaly tím tak své riziko. Navíc tento mechanismus zesiluje tlak na poskytování dalších úvěrů a tudíž i na zvyšování celkového zadlužení. Dříve byly banky při poskytování úvěrů konzervativnější, protože měly osobní zájem na splacení půjček. Situace se změnila směrem k poskytování problematičtějších úvěrů.

Jak tvrdí Foster a Magdoff,<sup>122</sup> rozsah spekulací se všemi typy finančních instrumentů jako jsou akcie, termínové obchody, finanční deriváty či světové měny, je závratný. Přirovnávají akciové trhy a měnové obchody k obřím kasínům, kde počty a objemy transakcí zcela ztratily kontakt s možnostmi reálné ekonomiky. Například v roce 1975 se na Newyorské burze denně obchodovalo s 19 miliony akciových podílů a do roku 2006 se již obchodovalo s 1,6 miliardy podílů s celkovou hodnotou přesahující 60 miliard dolarů. U transakcí se světovými měnami je situace ještě dramatičtější. V roce 1977 činil denní objem transakcí s měnami 18 miliard dolarů, ale v roce 2006 to bylo již 1,8 biliónu dolarů. Značný podíl na expanzi finančních spekulací, především pak s deriváty, mají hedgeové fondy. Jmenovitá hodnota veškerých volně obchodovatelných derivátů (součet absolutní nominální hodnoty veškerých uzavřených a doposud otevřených kontraktů) se ke konci června 2006 vyšplhala na 283 bilionů dolarů a dosáhla tak šestinásobku hodnoty veškerého zboží a služeb vyprodukovaných na světě během jednoho roku.

Americké hedgeové fondy měly v září 2006 v držení aktiva oceňovaná přibližně na 1,2 bilionu dolarů. Jejich charakteristickým znakem je, že rychle vkládají kapitál do burzovních transakcí a stejně rychle jej i stahují – podle odhadů mají na svém kontě přibližně polovinu denního obchodování s akciovými podíly ve Spojených státech. Například hedgeový fond Amaranth Advisors přišel jen během jediného zářijového týdne 2006 o šest miliard dolarů, což činilo více než polovinu aktiv ve správě. Tento typ

---

<sup>122</sup> Foster J, Magdoff F. Velká finanční krize: Příčiny a následky, s. 56-58

spekulací byl zdrojem potenciální nestability finančního systému uvedl deník New York Times.<sup>123</sup>

### 3.5 Role ratingových agentur v rozpoutání krize

Důležitou roli v rozpoutání finanční krize měly ratingové agentury. Ratingové ohodnocení<sup>124</sup> udělují jednotlivé ratingové agentury, jak emitentům cenného papíru, tak i jednotlivým emisím finančních instrumentů. Mezi nejznámější světové ratingové agentury patří Standard&Poor's, Moody's nebo Fitch Ratings.

Jedním z důvodů, proč jsou ratingové agentury dávány do souvislosti s propuknutím krize, je ten, že jejich ratingové ohodnocení kvality strukturovaných produktů typu CDOs nedokázalo rychle a adekvátně reagovat na měnící se tržní podmínky. Sekuritizované produkty nejsou zpravidla obchodovanými finančními instrumenty na sekundárních trzích (burzách), což vytváří silnou závislost rozhodování investorů na hodnocení ratingových agentur. V zájmu emitenta jako klienta ratingové agentury bylo získat pro emitovaný cenný papír co nejvíce příznivé hodnocení od renomované ratingové agentury. Tento určitý konflikt zájmu situaci pak jen zhoršoval.<sup>125</sup>

Další nedostatek byl shledáván v určitém druhu tržního selhání představující nedokonalou konkurenci na finančních trzích v oblasti ratingového hodnocení, který měl charakter oligopolního odvětví s poměrně vysokými vstupními bariérami, kdy efektivní dohled nad činnostmi ratingových agentur prakticky neexistoval. Pozici ratingových agentur pak posilovaly požadavky regulátorů na banky k obstarání určitých ratingů, jako například kreditního rizika držených cenných papírů. Účastníci finančních trhů se tak stále více byly nuceny opírat o hodnocení ratingových agentur.

Dále se poukazuje na to, že úvěrové ratingové agentury selhaly, když snížily vnímání kreditního rizika použitím hodnotícího stupně AAA (nejvyšší kreditní kvalita) pro senior tranše strukturovaných finančních produktů jako CDOs. Tedy těmto vysoce rizikovým cenným papírům byl přidělen stejný rating, který je dáván státním či korporátním

---

<sup>123</sup> Morgenson Gretchen; Anderson Jenny. A Hedge Fund's Loss Rattles Nerves. *The New York Times.com* [online]. 2006 [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW: <[http://www.nytimes.com/2006/09/19/business/19hedge.html?\\_r=1&pagewanted=1](http://www.nytimes.com/2006/09/19/business/19hedge.html?_r=1&pagewanted=1)>

<sup>124</sup> Rating je nezávislé hodnocení různých subjektů, které je řadí do několika kategorií a dovoluje tak přibližné srovnání, případně i vytvoření pořadí, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Rating>>

<sup>125</sup> Musílek Petr: Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis*. 2008, roč. 3, č. 4, s. 16. ISSN 1802-2200

dluhopisům. Podhodnocení rizik finančních nástrojů zajištěných subprime hypotékami vyplynulo i z mezer v ratingových metodologiích. Pro americký subprime trh chyběla dostatečná historická data. Rovněž bylo podceněno riziko s nesplacením závazku (tzv. default rizika) u emitenta, což přispělo k chybným ratingům u těchto strukturovaných produktů v letech 2004-2007.<sup>126</sup>

Fungování a výsledky činnosti ratingových agentur určitě přispěly nezanedbatelnou měrou ke vzniku finanční krize, a proto vystoupila do popředí otázka potřeb a míry regulace ratingových agentur. Současné záměry Evropské unie v oblasti fungování a činnosti ratingových agentur se soustřeďují na povinnou registraci ratingových agentur, na jejich povinnost zveřejňovat používané metody a modely při hodnocení rizika a propočtu ratingu a také na zavedení speciální ratingové stupnice pro oceňování rizika tzv. strukturovaných produktů typu CDOs. Pozitivní skutečností těchto záměrů je snaha o transparentnost postupu ratingových agentur.<sup>127</sup>

### 3.6 Podcenění systémového rizika

Důležitým faktorem v současné finanční krizi bylo rovněž selhání při hodnocení rizika a to jak na straně finančních společností, tak na straně regulátoru a dohledu. Jedná se o podcenění tzv. systémové rizika<sup>128</sup> jako dalšího z typů tržního selhání.

Systémové riziko se projevuje například náhlou ztrátou důvěry klientů ve finanční instituce. Pak taková systémová událost má povahu dominového efektu mezi jednotlivými finančními institucemi projevující se nižší likviditou a úvěrovými možnostmi.

Reakcí na rostoucí nebezpečí systémového rizika je nyní například opatření iniciované Evropskou komisí týkající se zřízení nové instituce, jež by byla evropským orgánem dohledu nad stabilitou finančního systému. Tímto orgánem je Evropská rada pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB), která funguje pod záštitou Evropské centrální banky, přičemž jejím hlavním úkolem bude včas varovat před

---

<sup>126</sup> Mráček Karel. Zvládání finančních krizí: Evropský a americký model. Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize. Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři [online]. 2009 [cit. 2011-25-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad\\_seminar\\_1.pdf](http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad_seminar_1.pdf)>

<sup>127</sup> Česká tisková kancelář (ČTK). EU se dohodla na regulaci ratingových agentur. *Ihned.cz* [online], [cit. 2011-25-03]. Dostupné na: WWW <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-36763730-eu-se-dohodla-na-regulaci-ratingovych-agentur>>

<sup>128</sup> Systémové riziko představuje riziko kolapsu či nestability finančního systému nebo celého trhu. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Riziko>>

nebezpečím vzniku a dopadu systémových rizik a případně formulovat doporučení na jejich odvrácení.

Selhání v hodnocení a řízení rizika bylo také připisováno corporate governance<sup>129</sup> se svými kontrolami a bilancemi. Představenstva a management finančních firem si často nedokázaly představit rozsah rizik nových obchodovaných finančních produktů v kontextu s velikostí jimi řízených společností. Nelze nezmínit ani systém odměňování v bankách a jiných finančních institucích orientovaných k dosahování maximálních zisků a realizaci krátkodobých cílů. Platy a bonusy dotčených subjektů byly nastaveny tak, že vedly při jejich rozhodování k přílišnému podstupování nadměrného rizika. Odměňována byla spíše krátkodobá expanze (rizikových) obchodů než dlouhodobá profitabilita investice. Kromě toho tlak akcionářů na management, aby dosahoval vyšších cen akcií a rostoucích dividend, znamenal, že se očekávané rostoucí výnosy staly hlavním měřítkem pro výkonnost mnoha společností. Proto Evropská komise přišla i se záměrem, aby regulatorní a dohledové orgány měly možnost uložit sankce těm finančním institucím, jejichž systém odměňování bude podněcovat k vytváření a podstupování nepřijatelného rizika. Systém odměňování by měl být v první řadě zaměřen na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů.<sup>130</sup>

Současná finanční krize je příkladem jistého selhání aktivního přístupu k regulaci v celosvětovém měřítku. Projevy finanční krize byly evidentní již v první polovině roku 2007, ale během následujícího roku nedokázali regulátoři identifikovat ty finanční instituce, v jejichž portfoliích se nacházejí tzv. toxická aktiva, a tyto instituce separovat od ekonomicky zdravých účastníků.<sup>131</sup>

Následné záchranné programy dosahují podle MMF k září 2009 astronomických 4,1 bilionu dolarů.<sup>132</sup> Tyto finanční prostředky se jeví jako vysoká cena za selhání aktivního přístupu k regulaci finančních trhů.

---

<sup>129</sup> Corporate Governance představuje podle definice OECD systém, kterým je společnost vedena a kontrolována, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Corporate\\_governance](http://cs.wikipedia.org/wiki/Corporate_governance)>

<sup>130</sup> Mráček Karel. Zvládání finančních krizí: Evropský a americký model. Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize. Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři [online]. 2009 [cit. 2011-25-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad\\_seminar\\_1.pdf](http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad_seminar_1.pdf)>

<sup>131</sup> Musílek Petr. Příčiny globální finanční krize a selhání regulace. *Český finanční a účetní časopis*. 2008, roč. 3, č. 4, s. 16. ISSN 1802-2200

<sup>132</sup> Zavadilová Tereza. Rok krize: Od pádu Lehman Brothers k regulaci odměn manažerů bank. *E15.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-26-03]. Dostupné na WWW: <<http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/rok-krize-od-padu-lehman-brothers-k-regulaci-odmen-manazeru-bank>>

## 4 Hospodářská recese a její dopady

Obavy z hospodářské recese<sup>133</sup> se začaly výrazněji vyskytovat již v průběhu roku 2007. Díky procesu globalizace, provázanosti jednotlivých ekonomik a uvolněným podmínkám pro mezinárodní obchod, postihla recese i státy, které nebyly přímo postiženy finanční krizí. Neochota bank poskytovat úvěry způsobila pokles agregátní poptávky, poklesla průmyslová výroba a firmám se zvýšily náklady na financování jejich produkce. Přelítí finanční krize do reálné ekonomiky se výrazně dotklo i trhu s nemovitostmi, neboť enormní poptávka po nemovitostech způsobila masivní výstavbu nových domů spojenou s vysokou zaměstnaností. Po splasknutí realitní bubliny nebyl o tyto vystavěné nemovitosti na trhu zájem a došlo k výraznému poklesu jejich cen, omezení výroby a hromadnému propouštění.

Podle Pavla Kohouta se příchod recese pozná nejnázorněji podle toho, že veřejnost a média mluví o recesi. Obavy z recese bývají spolehlivě signalizovány již jen pouhým výskytem slova recese v běžné konverzaci, anebo ve výskytu termínu „recese“ v internetovém vyhledávači. Oficiálně byla americká recese oznámena Národním úřadem pro ekonomický výzkum (The National Bureau of Economic Research, ve zkratce NBER) teprve počátkem prosince 2008, ale podle vyhledávače Google byla zvýšená četnost výskytu slova recese patrná již během roku 2007.<sup>134</sup>

Jelikož zhodnotit dopady finanční krize na veškeré ekonomické aktivity je s ohledem na rozsah práce nemožné, bude cílem této kapitoly zaměřit pozornost na vývoj makroekonomických ukazatelů ve Spojených státech, na krizi veřejných financí v Evropské unii jako celku a vybraných zemích eurozóny v důsledku masivních fiskálních stimulů směřovaných do ekonomiky na podporu stabilizace hospodářské politiky a boje proti dopadům krize. Součástí kapitoly je také zmapování dopadů krize na rychle se rozvíjející světové ekonomiky a v neposlední řadě budou předmětem analýzy i problémy

---

<sup>133</sup> Recesi lze obecně charakterizovat jako fázi ekonomického cyklu, kdy období hospodářské expanze a prosperity je vystřídáno hospodářskou recesí. Časový odstup mezi jednotlivými „vlnami“ hospodářských cyklů není pravidelný. Období hospodářské recese je poznamenáno „pádem“ akciových indexů, bankrotem podniků, propuštěním zaměstnanců, stagnací mezd, propadem cen nemovitostí a celou řadou dalších nepříjemných jevů. V makroekonomii je recese definována jako pokles reálného hrubého domácího produktu (HDP) po dvě nebo více následující čtvrtletí v roce. Recese je často doprovázena i poklesem souvisejících měřítek celkové ekonomické aktivity jako jsou zaměstnanost, investice a zisky firem, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Recese>>

<sup>134</sup> Kohout P. Finance po krizi, důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 54 - 56



v průmyslové výrobě, potažmo v automobilovém průmyslu, které měly značný vliv na propady ve výkonu ekonomik a růst nezaměstnanosti.

## 4.1 Makroekonomický vývoj v USA

### 4.1.1 Hrubý domácí produkt

Vyjádření NBER z prosince 2008 konstatovalo, že se americká ekonomika od prosince 2007 nacházela v sestupné fázi hospodářského cyklu, respektive v recesi. K oživení hospodářské aktivity a k ukončení recese došlo oficiálně v červnu 2009, byť pro mnoho Američanů stále trvá, protože řada z nich přišla o zaměstnání, potýkají se s platební neschopností, hodnota jejich domů nadále klesá a dluhy na hypotékách mnohdy převyšují jejich nynější hodnotu.<sup>135</sup> Na následujícím obrázku je znázorněn vývoj HDP v USA v období od 1. čtvrtletí 2007 do 4. čtvrtletí 2010.



Obrázek č. 13: Meziroční růst reálného HDP USA (%) (1. čtvrtletí 2007 - 4. čtvrtletí 2010)

Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/Economics/GDP-Growth.aspx?Symbol=USD>

Na grafu lze vidět klesající dynamiku vývoje HDP v USA během roku 2008 a první polovinou roku 2009. Tento jev byl způsoben celou řadou vnějších faktorů, včetně vládních fiskálních a měnových stimulů k nastartování ekonomického růstu. Dramatické zhoršení během druhé poloviny roku 2008 bylo způsobeno poklesem průmyslové výroby, poklesem maloobchodních prodejů, nárůstem nezaměstnanosti, poklesem amerického exportu v souvislosti s poklesem globální poptávky a posílením směnného kurzu amerického dolaru. Na výdaje domácností a podniků má negativní vliv zpřísnění podmínek

<sup>135</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. Spojené státy americké: Ekonomická charakteristika země (souhrnná teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online] 2010, [cit. 2011-26-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000804/>>

pro poskytování úvěrů, špatné podmínky pro zaměstnanost, oslabené rozvahy finančních institucí a nejistota týkající se dalšího hospodářského výhledu.<sup>136</sup>

Během roku 2010 americká ekonomika ožívuje. Růst reálného HDP, který přešel ve druhé polovině roku 2009 do kladného pásma, během roku 2010 dále posiloval. Hospodářský růst je odrazem pokračujícího posilování spotřebních výdajů, oživením investic do zařízení a programového vybavení, silným příspěvkem k soukromých zásob, růstem čistého exportu a vládními výdaji. Z hlediska budoucího vývoje je pravděpodobné, že oživení bude pokračovat, například FED prognózuje pro rok 2011 ekonomický růst ve výši 3,3 % HDP a pro rok 2012 dokonce 4,1 % HDP.<sup>137</sup>

#### 4.1.2 Vývoj míry nezaměstnanosti

Od počátku roku 2008 v USA docházelo k nepřetržitému poklesu počtu pracovních míst. Ještě v lednu 2008 činila průměrná míra nezaměstnanosti 4,9 %. V první polovině roku 2008 měsíčně ubývalo více než sto tisíc pracovních příležitostí, od září to byly již statisíce (září 321 tisíc, říjen 380 tisíc, listopad 597 tisíc, prosinec 681 tisíc). Na konci roku 2008 dosahovala míra nezaměstnanosti již 7,2 %. Trend úbytku pracovních příležitostí se ještě více prohluboval během prvního pololetí roku 2009. Oficiální statistiky z listopadu a prosince 2009 uváděly, že úředně vedený počet nezaměstnaných osob v USA se pohyboval kolem 15,3 milionů. Od počátku americké hospodářské recese počet úředně vedených nezaměstnaných osob vzrostl o 7,6 milionů, přičemž více jak polovina z tohoto počtu přišla o práci během roku 2009. V říjnu 2009 dosáhla míra nezaměstnanosti dokonce 10,1 %. Začátkem roku 2010 počet nezaměstnaných mírně klesal a míra nezaměstnanosti se držela pod hranicí 10 %, kde byla i na začátku roku 2011. Důvodem pro tento pokles byly zejména nově vytvořená pracovní místa v privátním sektoru, v oblasti dočasných služeb (výpomocí) a zdravotnictví.<sup>138</sup>

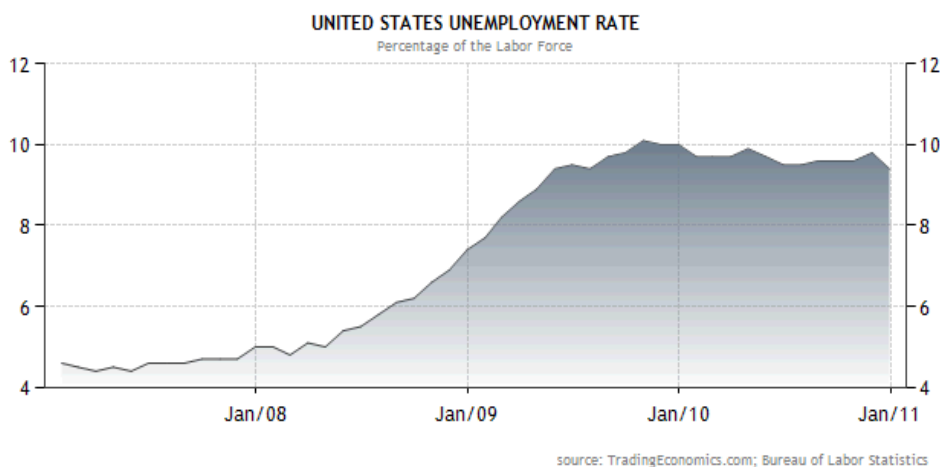
---

<sup>136</sup> Evropská centrální banka (ECB) – měsíční bulletin ECB – prosinec 2008 [online] 2008. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-29-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/mesicni\\_buletin\\_ecb/download/ecb\\_mb200812cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/mesicni_buletin_ecb/download/ecb_mb200812cz.pdf)>

<sup>137</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. Spojené státy americké: Ekonomická charakteristika země (souhrnná teritoriální informace (STI) Spojené státy americké. *Businessinfo.cz* [online] 2010, [cit. 2011-26-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000804/>>; Globální ekonomický výhled České centrální banky (ČNB) – leden 2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2011-28-03]. Dostupný na WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/gev/gev\\_2011\\_01.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2011_01.pdf)>

<sup>138</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o 3,2 %. *Businessinfo.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW:

Na následujícím obrázku je vyjádřena průměrná míra nezaměstnanosti (%) za období leden 2007 až leden 2011.



Obrázek č. 14: Průměrná míra nezaměstnanosti USA (%) v období: Leden 2007 – leden 2011  
Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Unemploymentrate.aspx?symbol=USD>

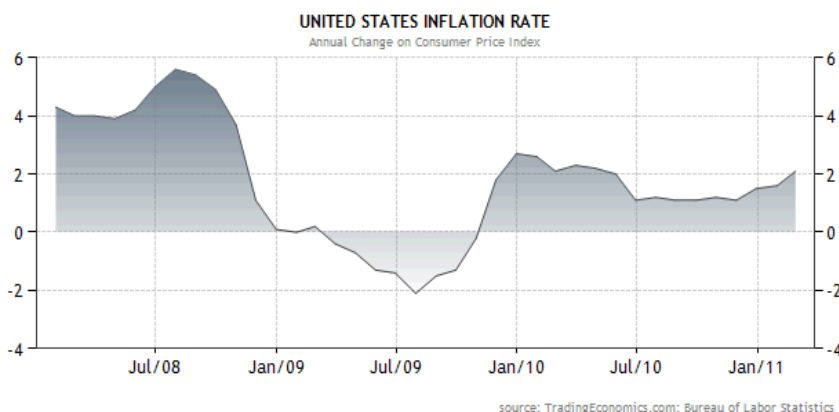
#### 4.1.3 Inflace spotřebitelských cen

Začátkem roku 2008 docházelo k postupnému růstu indexu spotřebitelských cen, který svého vrcholu dosáhl v červenci na úrovni 5,6 %. Od srpna 2008 v USA docházelo díky krizi amerického hospodářství a zvláště pak poklesu cen ropy (a tedy i cen energií a pohonných hmot) ke korekci inflačních tlaků. V závěru roku 2008 byl trend opačný a index dosáhl nulové hodnoty. Trend záporné inflace meziročních cen pokračoval až do třetího čtvrtletí roku 2009. Mezi odbornou veřejností převládaly obavy z deflace, protože ani přes masivní finanční injekce ze strany vlády a FEDu nedošlo ke zvýšení inflace. K návratu inflace do „pozitivních hodnot“ v druhé polovině a především pak koncem roku 2009 napomohl zejména růst energetického indexu a cen pohonných hmot. Během roku 2010 došlo k oživení americké ekonomiky a mírnému růstu indexu spotřebitelských cen. Vliv na další očekávaný růst inflace bude mít i růst cen pohonných hmot, ke kterému v USA od jarních měsíců 2010 znovu pozvolně dochází. Začátkem roku 2011 činila meziroční úroveň inflace 2 %.<sup>139</sup>

<<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=4>>

<sup>139</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o 3,2 %. *Businessinfo.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=5>>

Meziroční vývoj indexu spotřebitelských cen je znázorněn na obrázku č. 15.



Obrázek č. 15: Meziroční růst spotřebitelských cen USA (%) v období: Leden 2008 – leden 2011  
Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Unemploymentrate.aspx?symbol=USD>

#### 4.1.4 Federální rozpočtový deficit

Po období narůstajícího deficitu federálního rozpočtu, s tehdy rekordním rozpočtovým deficitem za rok 2004 ve výši 413 miliard dolarů, způsobeného dopady hospodářské recese a teroristických útoků z roku 2001, byly léta 2005 až 2007 ve znamení trvalého snižování deficitu, které vyvrcholilo relativně úspěšným výsledkem za rozpočtový rok 2006/2007 (od 1.10.2006 do 30.9.2007), kdy federální deficit dosáhl 161 miliard dolarů. Nákladné vojenské a rekonstrukční operace v Iráku a Afghánistánu, nastupující finanční a hospodářská krize a především pak obrovské stimulační výdaje na záchranu americké ekonomiky však na řadu let předurčily zcela opačné směřování trendu hospodaření s veřejnými prostředky v USA. Deficit federálního rozpočtu za období 2007/2008 (od 1.10. do 30.9.) dosáhl dle oficiálních odhadů 459 miliard dolarů (tedy o 298 miliard více než během rozpočtového roku 2006/2007) a představoval 3,2 % HDP. Podle závěrečných údajů rozpočtový deficit USA za celý rozpočtový rok 2008/2009 dosáhl hodnoty 1.4 bilionu dolarů, resp. 9,9 % HDP. V absolutním vyjádření meziročně deficit vzrostl o 962 miliard dolarů. Dosažený podíl deficitu na HDP za rok 2008/2009 představoval nejvyšší hodnotu od konce druhé světové války. Deficit rozpočtu ve fiskálním roce 2010 (1.10.2009 - 30.9.2010) dosáhl dokonce 1 294 miliard dolarů (8,9 % HDP).<sup>140</sup> Vývoj federálních deficitů za období let 2006-2010 je znázorněn v tabulce č. 7. Pro dokreslení základních makroekonomických ukazatelů USA obsahuje tabulka i vývoj vládního dluhu a bilance

<sup>140</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. Spojené státy americké: Finanční a daňový sektor. *Businessinfo.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-financni-a-danovy-sektor/5/1000804/>>

zahraničního obchodu, které je věnována následující samostatná kapitola. Vývoj federálních deficitů za období 2006-2010 je zobrazen v tabulce č. 6.

Tabulka č. 6: Federální rozpočet USA v letech 2006-2010

	Federální rozpočet USA (mld. USD)				
	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Rozpočet – balance (mld. USD)</b>	-248	-161	459	-1.416	-1.294
<b>Balance rozpočtu/HDP (%)</b>	-1,9	-1,1	-3,2	-9,9	-8,9
<b>Zahraniční obchod – balance (mld.USD)</b>	-759	-702	-699	-375	-379,1 (1- 9/2010)
<b>Vládní dluh (mld. USD)</b>	8.680	9.229	10.700	12.311	13.740 (10/2010)
<b>Vládní dluh/HDP (%)</b>	63,5	64,0	69,2	83,3	94,3

Zdroj: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000804/>>

#### 4.1.5 Zahraniční obchod – deficit obchodní bilance

Spojené státy jsou známy svými každoročními deficity obchodní bilance. Na tomto trendu mají podíl především deficity obchodu se zbožím. Například v roce 2005 bylo záporné saldo tvořeno deficitem obchodu se zbožím ve výši 783,8 miliard dolarů, v roce 2006 ve výši 839,4 miliard dolarů a v roce 2007 ve výši 823,2 miliard dolarů. Naopak USA vykazují tradičně přebytek v obchodu se službami, ale v hodnotách, které nemohou zvrátit každoroční hluboké deficity obchodní bilance. Deficit obchodní bilance USA v obchodu se zbožím a službami za období celého roku 2008 dosáhl přibližně 699 miliard dolarů.

Klesající trend vývoje salda obchodní bilance oproti předchozím letům pokračoval i v roce 2009. Obchodní deficit USA za celý rok 2009 dosáhl přibližné úrovně 375 miliard dolarů a meziročně tak poklesl téměř o 45 %. Vzhledem ke globální ekonomické krizi došlo v USA v roce 2009 k poklesu objemu vývozu i dovozu u zboží i služeb. Rozhodující vliv na

dramatické snížení deficitu obchodní bilance však měl rekordní pokles ceny ropy a ropných produktů na světových trzích na přelomu let 2008/2009.<sup>141</sup>

Obchodní deficit za leden-září 2010 dosáhl 379,1 miliard USD a překonal tak výši deficitu za celý kalendářní rok 2009. V září 2010 činila hodnota exportu zboží a služeb 154,1 miliardy dolarů, což byla nejvyšší hodnota od srpna 2008. Růst exportu je dílčím úspěchem prezidenta Obamy, který vyhlásil Novou exportní iniciativu (Nex Export Initiative – NEI) s cílem zdvojnásobit americký export během 5 let.<sup>142</sup>

## 4.2 Krize veřejných financí Evropské unie<sup>143</sup> a eurozóny<sup>144</sup>

Po dlouhou dobu bylo zadlužování soukromého sektoru a domácností tolerováno a ani zadlužování států nebylo bráno jako problém. Světová finanční krize ovšem odhalila vážné a narůstající vnitřní problémy zemí EU a eurozóny spočívající v určitém nerovnovážném vývoji jednotlivých ekonomik. Finanční krize ukázala, že Evropa není schopna obstát bez krizových opatření, záchranných balíčků, a zejména bez zásadních změn pravidel jejího fungování. Evropské země byly zasaženy jak první fází – samotnou finanční krizí, tak i druhou fází, tedy následnou ekonomickou recesí. Vlády reagovaly masivním naléváním peněz do ekonomiky. Počáteční neochota ke koordinaci záchranných kroků v zájmu zachování rovné soutěže, spolu s tendencí Francie k protekcionismu, odhalila vratkost zásad, na kterých byla až dosud eurozóna – a celá Evropská unie – vystavěna.

Situace s neudržitelností dodržování Maastrichtských konvergenčních kritérií<sup>145</sup> a Paktu stability a růstu<sup>146</sup> byla v EU zřejmá již na konci roku 2008. K tomu bylo upuštěno od

---

<sup>141</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o 3,2 %. *Businessinfo.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=8>>; Zastupitelský úřad ve Washingtonu. Spojené státy americké: Finanční a daňový sektor. *Businessinfo.cz* [online] 2010, [cit. 2011-27-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-financni-a-danovy-sektor/5/1000804/#sec2>>

<sup>142</sup> Zastupitelský úřad ve Washingtonu. Spojené státy americké: Ekonomická charakteristika země (souhrnná teritoriální informace (STI) Spojené státy americké. *Businessinfo.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-26-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000804/>>

<sup>143</sup> Evropská unie (EU) je politická a ekonomická unie, kterou od posledního rozšíření v roce 2007 tvoří 27 zemí evropských států s 500 milióny obyvatel. EU vznikla v roce 1993 na základě Smlouvy o Evropské unii, známější jako Maastrichtská smlouva, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Evropsk%C3%A1\\_unie](http://cs.wikipedia.org/wiki/Evropsk%C3%A1_unie)>

<sup>144</sup> Eurozóna, oficiálně nazývaná euro oblast, je území Evropské unie, na kterém se užívá společná evropská měna euro. Jejími členy jsou tedy státy, jež vstoupily do třetí fáze Evropské měnové unie a tím euro na svém území zavedly. V současné době čítá 17 zemí, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Euroz%C3%B3na>>

dalších dvou stěžejních pravidel. První pravidlo bylo, že každá země sama ručí za své dluhy (a žádná tedy nebude nucena platit za dluhy ostatních členů). Druhé pravidlo bylo, že Evropská centrální banka nenakupuje dluhopisy vlád členských zemí a nepomáhá tak financovat jejich dluhy. Podemílání základních principů v konfrontaci s ekonomickou realitou vedlo k velkému zvyšování rozpočtových deficitů a k uvolnění kontroly rozpočtové politiky ze strany EU. Země, kterým se do budoucna lépe podaří udržet fiskální expanzi pod kontrolou, doplatí na ty více rozchazovačné. Masové porušení paktu stability je sice v krizi pochopitelné, ale jeho rozsah a hloubka je hroživým signálem do dalších let.<sup>147</sup>

Některé země se potýkají s problémem, že nebudou schopny do budoucna dostát svým závazkům a dluhy splácet. To má za následek zvýšení nedůvěry investorů, kteří investují do nákupu státních dluhopisů. Ukazatelem investorské důvěry je výnos ze státních dluhopisů – pokud je na straně investorů menší ochota investovat do dluhopisů, znamená to požadavek na vyšší výnos z důvodu kompenzace vyššího rizika. Nejznámějším příkladem v dnešní době jsou země z jihu Evropy (Řecko, Španělsko, Portugalsko), jejichž vlády několikrát přiznaly, že výši státního dluhu nejsou schopny splatit a jejich stav veřejných financí je natolik vážný, že by mohl vést i k bankrotu. Zvýšená nedůvěra investorů ve státní dluhopisy těchto zemí má značný dopad na důvěru ve stav veřejných financí jak investorů, tak ostatních zemí eurozóny, kteří jsou také vysoce zadluženi. Příkladem ztráty důvěry je snížení úvěrových ratingů ze strany ratingových agentur.<sup>148</sup>

#### 4.2.1 Zadluženost Evropské Unie

EU jako celek vykázala v roce 2008 rozpočtové zhoršení poprvé po pěti letech, když průměrný rozpočtový deficit dosáhl 2,3 % HDP. Toto zhoršení je vidět na příkladu Irska, kde se mírný přebytek z předchozích let vrátil do deficitu přesahující v roce 2008 7 % HDP. Podobná situace nastala ve Španělsku, Itálii a třeba v Řecku. Výrazné zhoršení se

---

<sup>145</sup> Maastrichtská konvergenční kritéria jsou kritéria pro členské země EU pro vstup do Evropské hospodářské a měnové unie a pro zavedení společné měny – eura, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Maastrichtsk%C3%A1\\_krit%C3%A9ria](http://cs.wikipedia.org/wiki/Maastrichtsk%C3%A1_krit%C3%A9ria)>

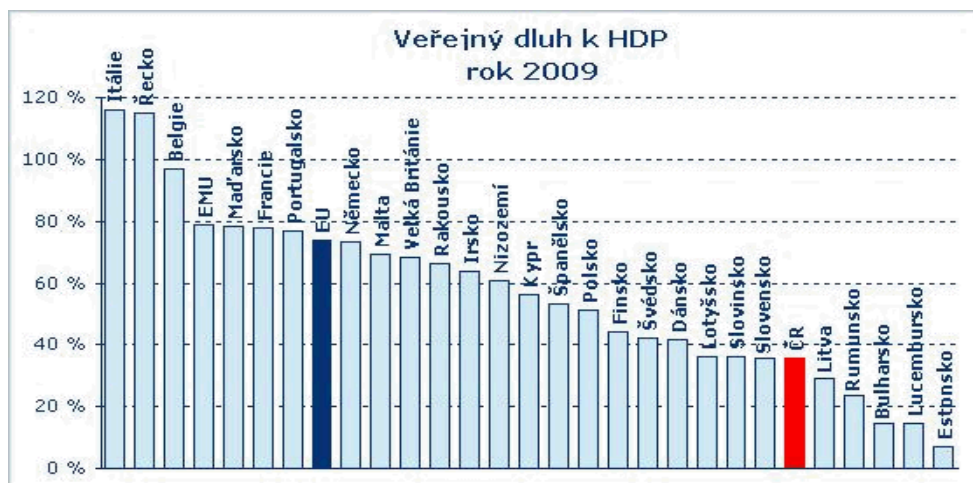
<sup>146</sup> Pakt stability a růstu je dohoda mezi členy eurozóny ohledně koordinace jejich rozpočtových politik tak, aby případnými vysokými schodky státních rozpočtů nebo vysokými veřejnými dluhy neohrožovaly stabilitu eura a nezvyšovaly inflaci v eurozóně. Tato dohoda se částečně vztahuje i na země Evropské unie, které nepřijaly euro jako svou měnu, WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Pakt\\_stability\\_a\\_r%C5%AFstu](http://cs.wikipedia.org/wiki/Pakt_stability_a_r%C5%AFstu)>

<sup>147</sup> Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 69-73

<sup>148</sup> Holuba Jiří; Palašáková Pavla: Standard & Poors snížila kvůli slabé ekonomice rating Španělska. *E15.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-28-03]. Dostupné na WWW: <<http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/standard-poor-s-snizila-kvuli-slabe-ekonomice-rating-spanelska>>

odehrálo mimo eurozónu, kdy například baltské státy vykázaly zhoršení HDP o více než 4 % HDP a značný propad zaznamenala ekonomika Velká Británie s 5,5 % HDP.<sup>149</sup>

V únoru 2010 řekl Olii Rehn – eurokomisař pro hospodářské a měnové záležitosti, že stav veřejných financí je v členských státech neudržitelný a je třeba stanovit jasné priority, aby se zvýšila jejich kvalita. V roce 2009 se průměrný rozpočtový schodek v unii vyšplhal na 6,9 % HDP a v roce 2010 měl dosáhnout dokonce 7,5 %, a to přitom EU povoluje pouze 3 %. S každoročním nárůstem rozpočtových deficitů roste i celkové zadlužení unie. Jen mezi lety 2008 a 2009 vzrostlo z 61,5 % HDP na 73 % HDP. V roce 2010 celkový dluh vzrostl na 79,3 % HDP a v roce 2011 by měl vzrůst dokonce na 83,7 % HDP. Podle rozpočtových pravidel EU je přitom v případě členských států přípustný celkový dluh do 60 procent HDP. Toto pravidlo však nesplňuje hned 16 z celkových 27 členských států.<sup>150</sup> Veřejný dluh zemí EU k HDP představuje obrázek č. 16.



Obrázek č. 16: Veřejný dluh zemí EU k HDP v roce 2009

Zdroj: <http://www.csas.cz/banka/nav/o-nas/vyvoj-statnich-dluhu-v-eu-d00014488>

#### 4.2.2 Nadměrná zadluženost „Jižních zemí“ eurozóny

„Jižní země“ eurozóny byly obviněny z lehkomyšlného zadlužování a nedostatku disciplíny. K zadlužování „jihu“ eurozóny silně přispělo samo zavedení eura. Tyto země sice měly sklony k dluhovému financování vždy, ale teprve v eurozóně k tomu získaly levné peníze v podobě nižších nominálních a reálných úroků, protože společná měnová

<sup>149</sup> EU office České spořitelny, a.s. Vývoj a krátkodobý výhled rozpočtové bilance a veřejného dluhu. *Businessinfo.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-05-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/podnikatelske-prostredi/vyhled-rozpocetove-bilance-verejny-dluh/1000520/54119/>>

<sup>150</sup> Simerská Diana. EK: Současný stav veřejných financí je ve státech EU je neudržitelný. Hospodářská komora České republiky [online]. 2010 [cit. 2011-05-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.komora.cz/zpravodajstvi-a-media/aktuality-4/makroekonomika/ek-soucasny-stav-verejnych-financi-ve-statech-eu-je-neudrzitelny.aspx>>



politika vyvolávala v „jižních“ zemích nadprůměrnou inflaci. Uměle zvýšená kredibilita, levné peníze a snadné úvěry podporovaly zadlužování vládního i soukromého sektoru. Následkem vyšší inflace tyto země v rámci eurozóny ztrácely konkurenceschopnost, takže jejich zadluženost zvyšovaly také obchodní deficity. Společná měnová politika v zemích eurozóny, které se liší ekonomickou a cenovou úrovní, vyvolává makroekonomické nerovnováhy. Ztráta konkurenceschopnosti byla také způsobena z důvodů procesu vyrovnávání cen pod vlivem společné měny, neschopností udržet soulad mezi produktivitou a mzdami, nadměrným růstem spotřebitelské poptávky a bublin na trhu nemovitostí. Všechny „jižní“ země měly tedy sklony k nadprůměrné inflaci posilovanou levnými penězi.

U těchto zemí se zvyšovala ekonomická závislost na exportních zemích typu Německa a Nizozemska, což posiluje pasivní obchodní bilanci „jihu“ v obchodě se „severem“ a zvyšuje dluh vůči zahraničí.

Finanční krize pak zvýšila vládní deficity kvůli poklesu daňových příjmů, protikrizovým opatřením a výdajům na záchranu bank. To vysvětluje skokový nárůst deficitů a vládních dluhů v roce 2009.<sup>151</sup>

*Tabulka č. 7: Salda veřejných rozpočtů jako % z HDP*

<b>Země</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010 (prognóza)</b>	<b>2011 (prognóza)</b>
<b>Řecko</b>	-3,6	-5,1	-7,7	-13,6	-9,3	-9,9
<b>Španělsko</b>	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-9,8	-8,8
<b>Itálie</b>	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5
<b>Portugalsko</b>	-3,9	-2,6	-2,8	-9,4	-8,5	-7,9

Zdroj: Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 77

*Tabulka č. 8: Vládní dluhy jako % z HDP*

<sup>151</sup> Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 74 - 77

Země	2006	2007	2008	2009	2010 (prognóza)	2011 (prognóza)
<b>Řecko</b>	97,8	95,7	99,2	115,1	124,9	133,9
<b>Španělsko</b>	39,6	36,2	39,7	53,2	64,9	72,5
<b>Itálie</b>	106,5	103,5	106,1	115,8	118,2	118,9
<b>Portugalsko</b>	64,7	63,6	66,3	76,8	85,8	91,1

Zdroj: Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 77

Dnes vládní dluhy tzv. jižní části eurozóny přímo ohrožují stabilitu eura. Řecku dokonce hrozí státní bankrot, protože má potíže umístit na trhu své dluhopisy. Země eurozóny poskytly Řecku finanční pomoc ve výši 110 miliard EUR.<sup>152</sup> Součástí dohody je, že Řecko musí přijmout rozsáhlá úsporná opatření. Země eurozóny zároveň přijaly tzv. plán finanční stabilizace eurozóny o celkové hodnotě 750 miliard EUR, do kterého kromě zemí EU přispěje i MMF, jehož součástí je dohoda členských zemí poskytnout finanční pomoc členskému státu, který by se ocitl v podobné situaci jako Řecko.<sup>153</sup>

#### 4.2.3 Deficity veřejných financí zemí eurozóny

Vlády jednotlivých zemí eurozóny hledají různé cesty, jak se dostat z krizové situace, zabránit rozpadu měnové unie a zamezit dluhovým krizím do budoucna. V současné době postupně dochází k ožívování ekonomiky, ale pouze za cenu dalších fiskálních stimulů. Je pravděpodobné, že dříve nebo později musí dojít k ukončení tohoto typu podpory a bude třeba se vrátit k umírněnější fiskální politice i za cenu toho, že omezení vládních výdajů zpětně zasáhne soukromý sektor. Dnes se ukazuje, že přelévání problému soukromého sektoru do vládních dluhů bylo z pohledu státních deficitů zničující. O to horší je skutečnost, že fiskální stimuly směřující k odvrácení důsledků finanční a hospodářské krize přišly v době, kdy si to vlády nemohly dovolit, protože již tak byly silně zadlužené z hospodářské prosperity let minulých.

Vládní dluhy se dnes stávají jedním z hlavních témat takřka celého vyspělého světa, protože přímo ohrožují budoucí růst – vytěsňují soukromý sektor z úvěrových trhů a omezují budoucí potřebné výdaje (například výdaje do infrastruktury, zdravotnictví apod.). Podle různých studií hrozí zemím, které se nebudou věnovat změnám ve fiskální politice,

<sup>152</sup> Česká tisková kancelář (ČTK). Ministři financí eurozóny přiklepli Řecku rekordních 110 miliard eur. *iHNed.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-29-03]. Dostupné na WWW: <<http://finweb.ihned.cz/c1-43065780-ministri-financi-eurozony-priklepli-recku-rekordnich-110-miliard-eur>>

<sup>153</sup> Ryšavá Stanislava. EU poskytne až 750 miliard eur ohroženým zemím. *Generace20* [online]. 2010 [cit. 2011-29-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.generace20.cz/zpravodajstvi/eu-poskytne-az-750-miliard-eur-ohrozenym-zemim>>

nekontrolovatelný růst zadlužení až za hranici, kdy celý hospodářský růst bude pohlcen jen splácením úroků. Během 10 let by bez radikálních zásahů dosáhl podíl veřejného dluhu na HDP jen v Británii 200 %, v Řecku 180 %, v Irsku 170 %, v Portugalsku 150 % a ve Španělsku 130 %.

Přitom stačí, když veřejný dluh dosáhne jen 100 % HDP a úroky z dluhů činí například jen 3 %. Pak musí daná ekonomika dosahovat tříprocentního růstu HDP, jen aby dokázala splácet alespoň úroky. Pak je tento růstu HDP jen na udržování dluhu, zatímco přínos růstu pro spotřebu a investice je nulový. Skutečnost je ale taková, že pro řadu evropských ekonomik je tříprocentní růst stěží dosažitelný, zatímco úroky z vládních dluhopisů jsou vyšší, takže jen při dluhu 100 % HDP se země dostávají do dluhové pasti, kdy úroky nestačí platit a její dluh tím neustále narůstá. Podobná extrémní situace by snad neměla nastat, ale to bude vyžadovat důsledné snižování deficitů, například prostřednictvím šetření na výdajích.<sup>154</sup>

Následující dvě tabulky zobrazují deficity veřejných financí a veřejné dluhy vybraných zemí eurozóny v % HDP, na kterých lze vidět, jak se fiskální situace vybraných členů zhoršuje a výhled do roku 2012 není příznivý. Řada zemí neplní Maastrichtské kritérium pro deficit ani pro výši veřejného dluhu, a to již od roku 2008.

*Tabulka č. 9: Deficity veřejných financí vybraných zemí eurozóny v % HDP (predikce 2010-2012)*

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Belgie	-1,2	-6,0	-5,0	-5,3	-5,5
Finsko	4,2	-2,2	-4,0	-3,6	-3,4
Francie	-3,3	-7,5	-8,3	-7,9	-7,6
Irsko	-7,3	-14,3	-11,4	-11,1	- 10,7
Itálie	-2,7	-5,3	-5,4	-4,6	-4,0
Německo	0,0	-3,1	-4,6	-4,0	-3,1
Nizozemí	0,7	-5,3	-6,4	-5,4	-5,1
Portugalsko	-2,8	-9,4	-8,0	-7,1	-6,2
Rakousko	-0,4	-3,4	-4,5	-4,2	-3,9
Řecko	-7,7	-13,6	-8,3	-7,2	-6,8
Španělsko	-4,1	-11,2	-9,5	-6,6	-5,7
Slovensko	-2,3	-6,8	-7,5	-6,6	-5,5
<b>Eurozóna</b>	<b>-2,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,1</b>

Zdroj: Bank for International Settlements, převzato od: Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 89

<sup>154</sup> Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 83-87

Tabulka č. 10: Veřejný dluh vybraných zemí eurozóny v % HDP (predikce 2010-2012)

	2008	2009	2010	2011	2012
Belgie	89,8	96,8	102,2	103,1	105,1
Finsko	34,2	44,1	51,8	56,8	60,9
Francie	67,5	78,1	85,1	90,8	95,6
Irsko	43,9	64,5	84,4	93,3	101,1
Itálie	106,1	115,8	118,8	120,4	121,6
Německo	66,0	73,1	78,6	81,1	82,6
Nizozemí	58,2	60,9	66,6	69,1	72,0
Portugalsko	66,3	76,8	85,0	90,4	94,1
Rakousko	62,6	66,5	69,2	71,3	72,8
Řecko	99,2	115,1	128,4	136,4	139,8
Španělsko	39,7	53,2	63,6	70,6	75,0
Slovensko	27,7	35,7	41,7	45,3	47,6
<b>Eurozóna</b>	<b>69,4</b>	<b>78,8</b>	<b>85,2</b>	<b>89,0</b>	<b>91,9</b>

Zdroj: Bank for International Settlements, převzato od: Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 89

Pokud nemá nastat scénář státních bankrotů, pokračujících fiskálních propadů, vysoké inflace nebo prohlubování finanční nerovnováhy mezi věřitelskými zeměmi (a velkými exportéry) typu Německa na jedné straně a mezi dlužníky (a dovozci) na straně druhé typu Řecka, musí vyspělé země zásadně přehodnotit svoje fiskální politiky, sociální systémy, přebujelost vládních a nadnárodních systémů regulujících veškeré ekonomické aktivity. Jsou předkládány různé typy řešení od předkládání vládních rozpočtů do Bruselu, zpřísnění sankcí za nadměrné deficity až po zřízení nových centrálních institucí jako Výbor pro systémová rizika a Evropský systém finančního dohledu. ECB doporučuje svěřit novému nezávislému orgánu také dohled nad fiskální politikou členských zemí a udělování sankcí, zároveň se má zpřísnit regulace bank a zavést nová bankovní daň jako „pojistka“ pro budoucí krize. Otázkou je, jestli větší regulace bude řešením.<sup>155</sup>

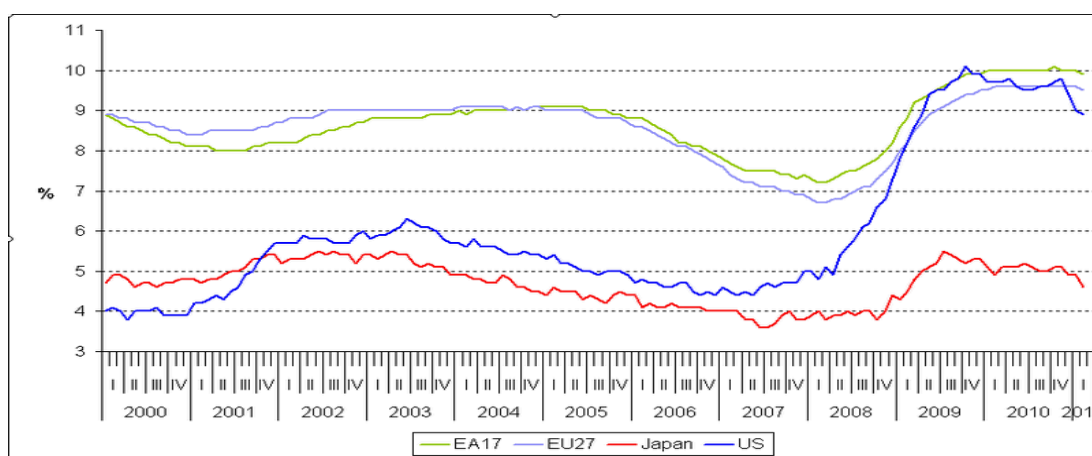
#### 4.2.4 Vývoj nezaměstnanosti v EU

Podle Eurostatu byla nezaměstnanost v zemích Evropské unie k prosinci 2009 ve výši 9,6 %, což je nejhorší výsledek od roku 2000. V zemích eurozóny dosáhla dokonce úrovně 10 %. Eurostat dále odhaduje, že bez práce bylo v celé EU k únoru 2011 přibližně 23 miliónu osob, z toho jen v zemích eurozóny přes 15 miliónu (v roce 2000 se jednalo o méně než 20 miliónu lidí v celé EU). Vývoj od roku 2010 naznačuje mírné zlepšení, neboť například ve

<sup>155</sup> Janáčková S., Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa, s. 88-89

srovnání s únorem 2010 poklesl počet nezaměstnaných v EU o 31 000 osob a v zemích eurozóny dokonce o 77 000 lidí. V procentuálním vyjádření se míra nezaměstnanosti v EU pohybovala v únoru 2011 na hranici 9,5 % a v eurozóně kolem 9,9 %. Nejnižší nezaměstnanost byla v únoru 2011 v Nizozemsku (4,3 %) a Rakousku (4,8 %), naopak nejvyšší sazby byly ve Španělsku (20,5 %), Litvě (17,4 % - ve čtvrtém čtvrtletí 2010) a Lotyšsku (17,3 % - ve čtvrtém čtvrtletí 2010).<sup>156</sup>

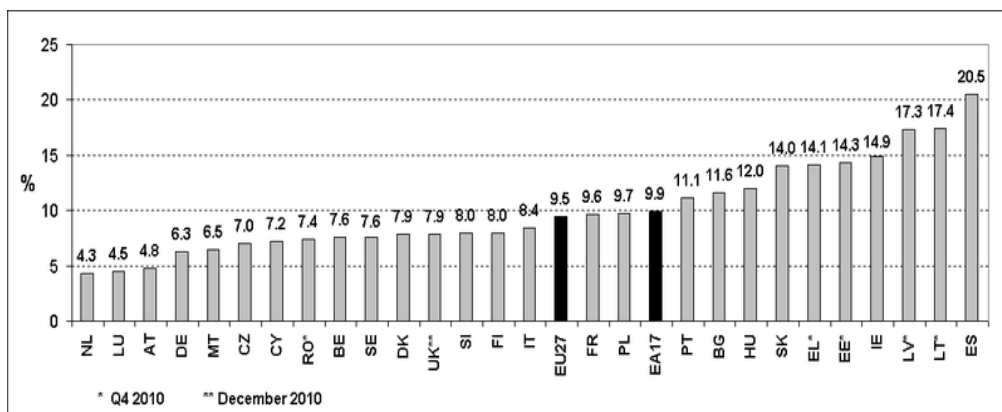
Vývoj nezaměstnanosti v Evropě je znázorněn na obrázku č. 17 (Pro srovnání s vývojem míry nezaměstnanosti v jiných částech světa jsou přidány hodnoty z USA a Japonska), zatímco míru nezaměstnanosti v jednotlivých zemích EU zobrazuje obrázek č. 18.



Obrázek č. 17: Míra nezaměstnanosti v EU a eurozóně

Zdroj: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF)>

<sup>156</sup> Eurostat. Euro area unemployment rate at 9,9 %. *Newsrelease euroindicators* [online]. 2011 [cit. 2011-29-03]. Dostupné na WWW: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF)>



Obrázek č. 18: Míra nezaměstnanosti v zemích EU – únor 2011

Zdroj: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF)>

#### 4.2.5 Vývoj inflace v EU

Inflace (růst cenové hladiny) se měří dle indexů spotřebitelských cen. Pro výpočet míry inflace se používají různé metody výpočtu, proto se míra inflace publikovaná různými společnostmi může lišit.

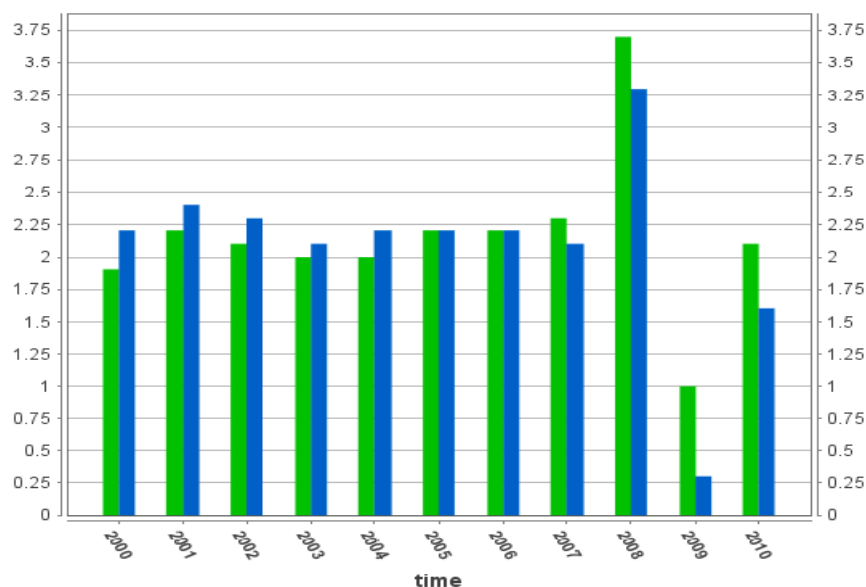
Před rokem 2008 vykazovaly členské země EU nízkou míru inflace, která se v letech 2002 až 2007 pohybovala v rámci celé EU na průměrné hodnotě kolem 2 %. Koncem roku 2007 ovšem cenová hladina začala strmě růst a koncem roku 2008 vzrostly ceny v rámci celé EU na 3,7 %. Důvodem takového vývoje bylo především zvýšení cen komodit na světových trzích (především pak ropa, ceny energií a potravin). Nejvyšší míru inflace měly v roce 2008 v Lotyšsku a na Islandu, tedy v zemích, u kterých finanční krize vyústila v hospodářskou recesi s velkými dopady.<sup>157</sup>

Během hospodářské recese, kterou procházely všechny země EU, mohou mít některé země problémy s deflací. Během roku 2009 inflace klesala s ohledem na pokračující hospodářskou recesi a poklesu komoditních cen a dokonce se propadala i do záporných hodnot, jako například v Irsku na hodnotu -1,7 %. Relativně na nízké úrovni se držela inflace i v roce 2010 z důvodu přetrvávajícího útlumu ekonomické aktivity s velmi mírným růstem mezd a nákladů na pracovní sílu, a to navzdory mírnému zvýšení cen komodit.

<sup>157</sup> Gola Petr. EU: Inflace v roce 2008 byla vysoká. *Sfinance.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-05-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.sfinance.cz/zpravy/finance/209610-eu-inflace-v-roce-2008-byla-vysoka/>>

Prognózy na období let 2001 - 2012 také mluví o mírné inflaci na úrovni kolem 2 %, a to jak v EU, tak eurozóně.<sup>158</sup>

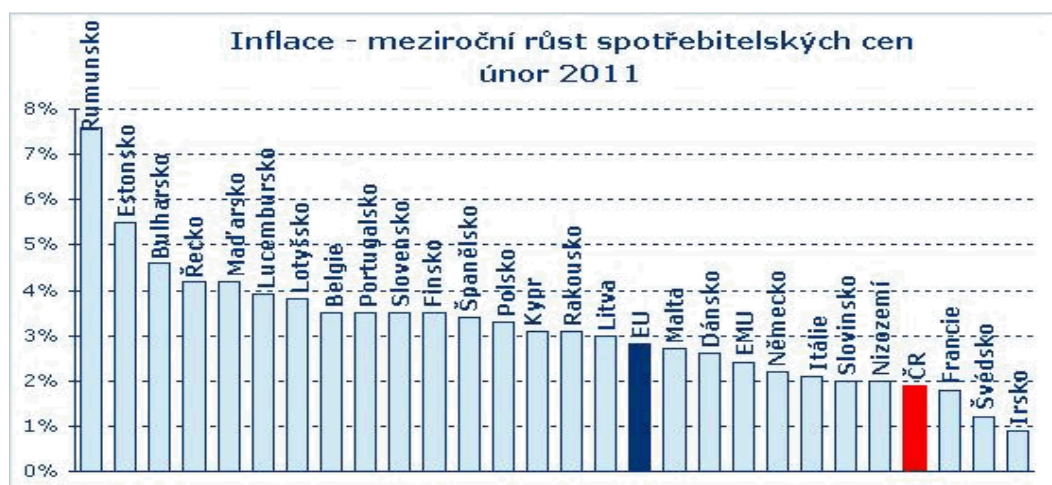
Obrázek č. 19 zobrazuje vývoj míry inflace v členských zemích EU (zelený sloupec) a eurozóny (modrý sloupec) v letech 2000 - 2010. Obrázek č. 20 znázorňuje míru inflace v jednotlivých zemích EU v únoru 2011.



Obrázek č. 19: Vývoj míry inflace v členských zemích EU a eurozóny v období 2000 - 2010

Zdroj:

<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=tsieb060&language=en&toolbox=data>>



Obrázek č. 20: Vývoj míry inflace v jednotlivých zemích EU v únoru 2011

Zdroj: <<http://www.csas.cz/banka/nav/o-nas/vyvoj-inflace-v-eu-d00014394>>

<sup>158</sup> Evropská unie v České republice. Podzimní prognóza na období 2010–2012: oživení v EU posílí, vývoj však bude nerovnoměrný [online]. 2010 [cit. 2011-05-04]. Dostupné na WWW: <[http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press\\_releases/10\\_1614\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press_releases/10_1614_cs.htm)>

### 4.3 Fenomén zemí BRIC<sup>159</sup>

Zkratka BRICS je označení počátečních písmen ekonomik Brazílie, Ruska, Indie a Číny. Tento přívlastek byl prvně použit investiční bankou Goldman Sachs v roce 2001, která na svých webových stránkách prognózuje, že tyto ekonomiky se v průběhu příštích 50 let mohly stát motorem hospodářského růstu (pozn. autora: Koncem roku 2010 přistoupila k tomuto společenství Jižní Afrika a název společenství se změnil na BRICS, ale protože v další části práce je analyzován vývoj pouze prvních čtyř členů, je ponechán i původní název).<sup>160</sup>

Hospodářství těchto zemí prochází restrukturalizací, které tíhne daleko více ke službám a průmyslu s vyšší přidanou hodnotou. Jen podíl tržní kapitalizace akcií zemí BRIC se od roku 2003 do 2008 zvýšil o 400 procent až na 16 % světové kapitalizace. Souběžně s tím klesal podíl USA ze 45 na 24 %.<sup>161</sup>

Tabulka č. 11: Růst HDP (%) BRICu 2006 - 2010

<b>RŮST HDP (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Rusko	7,5	8,1	5,6	-7,8	4,0*
Čína	11,1	13,0	9,0	8,7	10,3
Brazílie	4,0	6,1	5,1	-0,2	7,2-7,5*
Indie	9,0	9,2	9,3	6,7	7,4

Zdroj: <<http://www.businessinfo.cz>>

\* Předběžný údaj

#### 4.3.1 Rusko

Dopady finanční krize ekonomika Ruska pocítila nejvíce ze všech čtyř zemí, což se odráží i na makroekonomických ukazatelích. Země doplácí na enormní závislost na vývozu surovin, jejichž ceny se v krizi dramaticky propadly. K obnovení ekonomického růstu Ruska v roce 2010 napomohlo oživení světové ekonomiky jako celku, což mělo za následek oživení zahraniční poptávky a růst cen na surovinové artikly ruského exportu.

<sup>159</sup> BRIC(S) je zkratkovité označení společného hospodářského uskupení Brazílie, Ruska, Indie, Číny a od prosince 2010 i Jižní Afriky. V současné době státy BRICu pokrývají přibližně 26,6 % územní plochy všech zemí a žije v nich 42,2 % světové populace a jejich celkové HDP tvoří 18,48 bilionu dolarů, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/BRICS>>

<sup>160</sup> Goldman Sachs – BRICS [online], [cit. 2011-30-03]. Dostupné na WWW: <<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/index.html>>

<sup>161</sup> Lener Jan. Krize nahrává globalizaci. Ke škodě investorů. *HN.IHNED.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-30-03]. Dostupné na WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-40606370-krize-nahrava-globalizaci-ke-skode-investoru>>



Zároveň se zahraniční poptávkou významnou roli hrálo i oživení vnitřní poptávky a to jak investiční tak i spotřební, které byly stimulovány protikrizovými opatřeními ruské vlády.

Další vývoj bude záviset na tom, zda se Rusku podaří více diverzifikovat hospodářství. Přesto jsou vyhlídky na další roky poměrně optimistické, a to i ohledem na tu skutečnost, že se centrální bance Ruska podařilo odvrátit zhroucení velikých úvěrových institucí, poklesl objem špatných bankovních úvěrů a svou účinnost mohou také prokázat podpůrné finanční injekce, do kterých vláda investovala velkou část rezerv nahromaděných v časech vysokých cen ropy a zemního plynu. Na druhou stranu panují obavy z politické nestability, inflačních tlaků, které se v současné době pohybují těsně pod úrovní 10 %, a deficitu státního rozpočtu.<sup>162</sup> Ruská vláda předpokládá na rok 2011 ekonomický růst ve výši 4,2 % HDP. Vychází především z příznivého cenového vývoje na trhu surovin (hlavně ropy), konjunktury na zahraničních trzích a oživení jak vnější tak vnitřní poptávky. V roce 2011 nicméně také zřejmě dojde k omezení a utlumení protikrizových opatření přijatých a realizovaných převážně v průběhu let 2009 – 2010. Velikým tématem tohoto roku se stane i Inflace. Události roku 2010 (extrémní vedra, požáry a následná neúroda spojená s růstem cen potravin) nedávají moc nadějí na dosažení nízkého tempa inflace. Vysoká inflace povede k růstu úrokových sazeb, zdraží úvěry, což bude mít neblahý vliv na investice a rozvoj podnikání jako celku. Bude proto nutné zaměřit se na její cílování a udržení v intervalu 5-6%. Nehledě na snahy ruské vlády je málo pravděpodobné, že se podaří udržet inflaci v daném intervalu a reálně se inflace bude pohybovat v lepším případě na úrovni 7 – 8%.<sup>163</sup>

#### 4.3.2 Čína

V průběhu uplynulých deseti let Čína z pohledu celkového objemu vytvořeného HDP postupně předběhla několik vyspělých ekonomik, mezi nimiž jsou zmiňovány Kanada, Itálie, Francie a Velká Británie. V roce 2007 zaujala Čína v tomto ohledu „pomyslné“ třetí místo mezi největšími světovými ekonomikami a v loňském roce předběhla Japonsko na druhé „příčce“. Na základě stávajících prognóz se Číně v daném ukazateli pravděpodobně podaří předstihnout USA kolem roku 2020, pokud udrží současné tempo hospodářského růstu.

---

<sup>162</sup> Němec Petr. Výměna světových tahounů. *Ekonom.Ihned.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-30-03]. Dostupné na WWW: <[http://m.ihned.cz/c4-20106075-38408630-700000\\_ekodetail-vymena-svetovych-tahounu](http://m.ihned.cz/c4-20106075-38408630-700000_ekodetail-vymena-svetovych-tahounu)>

<sup>163</sup> Zastupitelský úřad ČR v Moskvě. Rusko: Ekonomická charakteristika země (souhrnná teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/rusko/1000580/>>

Po pěti letech dvojciferného růstu HDP zpomalilo jeho tempo pod 10 % v letech 2008 a 2009, aby se opět v roce 2010 přehouplo přes tuto hranici a dosáhlo 10,3 % zvýšení oproti předchozímu roku. Silnější růst byl tažen rostoucí aktivitou všech sektorů ekonomiky díky uvolněné úvěrové politice a vládnímu stimulačnímu balíčku, který podpořil investice. Podle předpovědí zahraničních analytiků lze v roce 2011 očekávat růst HDP zhruba na úrovni 8,8%, ale prognózy čínských vládních představitelů jsou opatrnější a předpovídají růst HDP ve výši 7 %.<sup>164</sup>

Hospodářský růst této země je závislý na poptávce po čínském zboží v zahraničí a na snadno dostupném nerostném bohatství. O významu první ze zmiňovaných hrozeb se čínští představitelé přesvědčili při výpadku poptávky po čínském zboží v důsledku globální ekonomické recese z minulých let, kdy ekonomický růst byl podporován masivními konjunkturálními balíčky ve všech jeho podobách, což může způsobit přehřátí čínského hospodářství v podobě vysoké inflace a cenové bubliny na nemovitostním trhu. Čína bude rovněž muset řešit absenci jakéhokoli sociálního systému a stárnutí obyvatelstva, které je umocněno v minulosti prosazovanou politikou jednoho dítěte. Čínští představitelé nepovažují čínskou dynamiku za přespříliš ohroženou, byť země bude i v následujících letech značně závislá na dalším vývoji světového obchodu, na druhé straně země není výrazně zadlužená a může se opřít o devizové rezervy.<sup>165</sup>

#### **4.3.3 Brazílie, Indie**

Brazílie patří mezi rychle rozvíjející se ekonomiky, zemí s hojností nerostného bohatství a mladou populací. Země nebyla příliš výrazně zasažena finanční krizí, což se odrazilo na mírném propadu HDP oproti jiným zemím. Vděčí za to zejména rozsáhlému vnitřnímu trhu, zdravému bankovnímu systému, malé otevřenosti ekonomiky, diverzifikaci brazilských exportů, střídavé makroekonomické politice a vládním investicím. Pozitivem je pak stabilní politická situace.

Základním faktorem pro dosažení dobrého výsledku úrovně HDP byla spotřeba domácností, která snižuje závislost na exportu, a zvyšující se poptávka po nerostných surovinách ze strany Číny. Vysokého tempa růstu má být do budoucna dosaženo vyššími investicemi, což deklarovala brazilská vláda jako svoji hlavní prioritu. Tohoto má být

---

<sup>164</sup> Zastupitelský úřad ČR v Pekingu. Čína: Ekonomická charakteristika země (souhrnná teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné na WWW:

<<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/cina/1000539/>>

<sup>165</sup> viz odkaz 162

dosaženo uvolněním dodatečných úvěrových prostředků, prodloužením daňových výhod pro výrobce základních prostředků a výpočetní techniky, stejně jako zvýhodněním investic do sektorů zpracování ropy, petrochemie a větrné energie. Limitem však bude nadále nízká úroveň domácích úspor. Nebezpečím je pak prohloubení vnější nerovnováhy, kdy vzhledem k vyšším dovozům a přílivu zahraničních investic může dojít ke zhoršení bilance běžného účtu.<sup>166</sup>

Indický subkontinent nebyl krizí zásadně zasažen, což je přičítáno vcelku zdravému bankovnímu systému, jemuž přísný dohled zabránil ve spekulacích s toxickými americkými tituly, což dává zemi výrazný prostor k výraznému ekonomickému růstu. Indická ekonomika nadále zůstává po Číně druhou nejrychleji rostoucí ekonomikou světa. Pro fiskální rok 2010/2011 se počítá s růstem 8,5 %– 8,75 %. I během krizového období rostla průmyslová výroba a to i přesto, že export se mírně propadal. Tento propad byl vyrovnán velkým vnitřním trhem, kde se odrážel dlouhodobý zájem Indů o zboží dlouhodobé spotřeby (automobily). Největším problémem indické ekonomiky je přetrvávající prudký růst inflace maloobchodních cen, která se pod 10 % dostala až v srpnu 2010. Největší podíl na tomto nárůstu mají potraviny. Dalším problémem se jeví odchod kvalifikované pracovní síly do zahraničí a záporná obchodní bilance.<sup>167</sup>

#### **4.4 Pokrizový vývoj Japonska**

Japonsko patří mezi hospodářsky nejvyspělejší země světa. Ačkoli má velmi omezené zásoby přírodních zdrojů, stalo se v průběhu svého poválečného vývoje hospodářsky silnou zemí s významným postavením ve světové ekonomice. Japonská ekonomika se vyznačuje vysokým stupněm modernizace. Dalším jejím charakteristickým rysem je široké využívání moderních technologií a vysoká technologická a infrastrukturní vyspělost japonských podniků i velké části ekonomického systému země jako celku. Pro japonskou ekonomiku je též charakteristický stále značný vliv vlády a státních orgánů na řízení ekonomiky, významný podíl státních zakázek a odraz mnoha tradičních společenských přístupů a způsobů v užívaných metodách výroby i řízení.

---

<sup>166</sup> Zastupitelský úřad ČR v Brasílii. Brazílie: Ekonomická charakteristika zemí (souhrnná teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/brazilie/1000631/>>

<sup>167</sup> Zastupitelský úřad ČR v Dillí. Indie: Ekonomická charakteristika zemí (souhrnná teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/indie/1000422/>>

I když se hypoteční krize japonského bankovního sektoru přímo téměř nedotkla, následný chaos na mezinárodních finančních trzích negativně ovlivnil japonský finanční sektor a také reálnou ekonomiku. Ta byla citelně poznamenána propadem mezinárodního obchodu po pádu Lehman Brothers. Průmyslová produkce se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 oproti stejnému období předcházejícího roku snížila o 11,3 procenta a v prvním čtvrtletí 2009 dokonce o 20,1 procenta. Hospodářská recese trvala v Japonsku od druhého čtvrtletí 2008 do prvního kvartálu 2009. V roce 2009 japonská ekonomika poklesla o 6,6 % HDP, ale bylo znát mírné oživení, které vyústilo růstem nominálního HDP za rok 2010 na úroveň 1,8 %. Pomohla tomu poměrně příznivá fiskální a monetární politika a silný růst globální poptávky zejména v rychle rostoucích asijských zemích. Nicméně příspěvek exportu k celkovému růstu se postupně snižoval na úkor domácí poptávky. Ta byla posílena poměrně štědrými stimulačními opatřeními zavedenými japonskou vládou: Příspěvkem na koupi automobilu šetrnému k životnímu prostředí a také ekologických domácích spotřebičů. Japonská ekonomika se dlouhodobě potýká se silící měnou, které v době krize výrazně snížila ziskovost exportně orientovaných firem, zejména pak na hlavní odbytiště do USA, Evropy a Asie, což vede japonské firmy k omezování výroby a k hromadnému propouštění zaměstnanců.

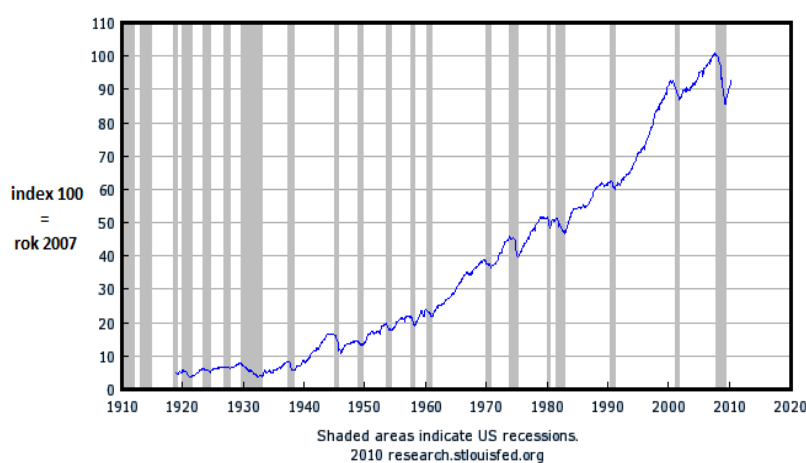
Japonská vláda schválila v červnu 2010 program nazvaný Strategie hospodářského růstu, jehož hlavním cílem je dosažení úrovně 3 % nominálního hospodářského růstu během příštího desetiletí. Tohoto cíle má být dosaženo například zvýšením investic, snížením podnikových daní a podporou cestovního ruchu, což na druhou stranu opět povede ke zvýšení fiskální zátěže. Mezi další cíle patří snížit vysoké zdanění právnických osob ze současných 35 % na hranici kolem 25 %, aby se zvýšila mezinárodní konkurenceschopnost japonských firem. Další z priorit vlády ve spolupráci s centrální bankou Bank of Japan je během let 2011 – 2012 ukončit deflaci a zvýšit spotřebitelské ceny. Japonská vláda se pokusí ukončit stagnaci, se kterou se japonská ekonomika potýká poslední dvě desetiletí. Smyslem těchto opatření určitě bude snížit státní dluh na úrovni 200 % HDP.

Vývoj japonské ekonomiky bude v horizontu několika nejbližších let postižen na japonské poměry poměrně vysokou nezaměstnaností (kolem 5 %), poklesem příjmů a nedostatečným růstem spotřeby, silnou japonskou měnou a deflací. Před Japonskem stojí

aktuálně nová výzva, kterou je největší živelná katastrofa v novodobé historii, která zemi postihla dne 11. března 2011.<sup>168</sup>

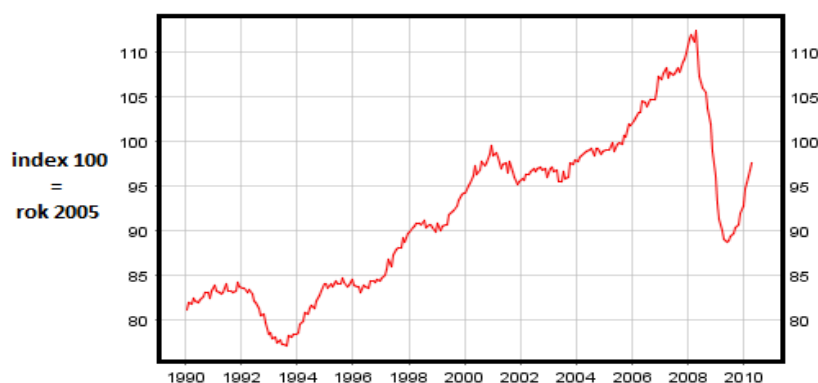
## 4.5 Krize světového a evropského průmyslu

Hospodářská recese významně zasáhla i průmyslovou produkci po celém světě. V zemích OECD došlo v roce 2009 oproti roku 2005 k souhrnnému poklesu průmyslové produkce o 16,9 %<sup>169</sup> a například v USA se mluvilo o největším průmyslovém propadu od dob Velké hospodářské recese. Eurozóna zaznamenala rekordní propad průmyslové produkce v dubnu 2009 o 21,4 %. Následující dva obrázky ukazují, jak poklesla průmyslová výroba v USA a v zemích eurozóny.



Obrázek č. 21: Vývoj indexu průmyslové produkce v USA od roku 1920

Zdroj: U.S. Federal Reserve, převzato od Economic research, Federal Reserve Bank of St. Louis



Obrázek č. 22: Vývoj indexu průmyslové produkce v Eurozóně od roku 1990

Zdroj: Evropská centrální banka

<sup>168</sup> Zastupitelský úřad ČR Tokio. Japonsko: Ekonomická charakteristika země (Souhrnné teritoriální informace). *Businessinfo.cz* [online]. 2011 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/japonsko/1000424/>>

<sup>169</sup> Data pochází ze statistické databáze OECD. OECD. *StatExtracts* [online], [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://stats.oecd.org/index.aspx>>

#### 4.5.1 Dopady krize na automobilový průmysl

Důsledky finanční krize byly patrné i napříč jednotlivými průmyslovými odvětvími. Průmysl jako celek se dostal do obtíží z důvodů neochoty bank poskytovat úvěry, rostoucích cen ropy na světových trzích v průběhu roku 2008, růstem nezaměstnaností, stagnací mezd, utlumováním mezinárodního obchodu a klesající poptávkou. Jak se hospodářská recese reálně projevila, bylo vidět zejména v automobilovém průmyslu, který patřil mezi nejpostiženější sektory. Ochromení automobilového průmyslu tedy znamená pro řadu zemí nejen výrazný zásah do vývoje a výkonu ekonomiky, ale také do rozpočtových bilancí jednotlivých států. Automobilový průmysl zaměstnává obrovské množství lidí a je napojen na celou řadu dodavatelských firem. Snižování výroby a masivní propouštění pracovníků automobilek se přelévá a dostává do problémů další odvětví. Dodavatelé automobilek jsou nuceni propouštět své zaměstnance a omezit nebo dokonce zastavit výrobu. Proto státy přistupují k opatřením, které mají posílit poptávku na trhu automobilů a tím trh automobilů oživit.<sup>170</sup>

Nejznámějším příkladem jsou americké automobilky, které se dostaly do existenčních problémů kvůli propadu poptávky po automobilech, ztížením přístupu k úvěrům a neschopností splácet své závazky. Americká vláda poskytla výrobcům automobilů (zejména pak General Motors, Chrysler a Ford) nouzový úvěr ve výši 15 miliard dolarů za podmínky, že firmy musí projít zásadní restrukturalizací.<sup>171</sup>

Automobilka General Motors ovšem i tak nebyla schopna splácet své dluhy a musela projít řízeným bankrotem. Vláda USA zaplatila za společnost dluhy za bezmála 50 miliard dolarů a na oplátku získala většinový podíl ve firmě. Do podobných problémů se dostala i automobilka Chrysler, ale tu nakonec zachránila italská automobilka Fiat. Krach General Motors byl považován za třetí největší v historii USA od roku 1980,<sup>172</sup> ale společnost se díky přijatým opatřením rychle dostala z bankrotového režimu a v roce 2010 bylo její

---

<sup>170</sup> Valová Ivana. Výkon ekonomiky a krize automobilového průmyslu. *Finance.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/214661-vykon-ekonomiky-a-krize-automobiloveho-prumyslu/>>

<sup>171</sup> Autonovinky. Vláda USA pomůže automobilkám. *Autoweb.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.autoweb.cz/vlada-usa-pomuze-automobilkam/>>

<sup>172</sup> iDNES.cz. Automobilka GM vyhlásila bankrot, USA postihl největší průmyslový krach. *Idnes.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <[http://ekonomika.idnes.cz/automobilka-gm-vyhlasila-bankrot-usa-postihl-nejvetsi-prumyslovy-krach-14w/-eko-zahranicni.aspx?c=A090601\\_141117\\_eko-zahranicni\\_vem](http://ekonomika.idnes.cz/automobilka-gm-vyhlasila-bankrot-usa-postihl-nejvetsi-prumyslovy-krach-14w/-eko-zahranicni.aspx?c=A090601_141117_eko-zahranicni_vem)>

hospodaření opět ziskové.<sup>173</sup> Americké automobilky ovšem nebyly v potížích osamělé – do ztrát se propadla většina světových automobilek jako Toyota a symbol automobilové krize v Evropě – společnost Opel.

Kritickou situaci v automobilovém průmyslu se některé státy snažily zachránit stimulacemi na podporu prodeje nových aut. Jedním z nejznámějších opatření bylo tzv. šrotovné,<sup>174</sup> které bylo zavedeno v některých evropských státech jako například v Německu, Francii, Velké Británii, Slovensku, ale i v USA a Kanadě. Názory na šrotovné byly rozporuplné. Automobilky jej samozřejmě přijaly s povděkem, mnozí zastánci volného trhu ovšem ne, protože tvrdily, že se jedná o útok na „neviditelnou ruku trhu.“ Kritika také upozorňovala na to, že se jedná o diskriminační opatření krátkodobé povahy zvýhodňující pouze jedno odvětví na úkor jiných a není ani zaručené, že tím bude podpořena výroba domácích výrobců a ne zahraničních.<sup>175</sup>

Dopady globální finanční krize v průběhu roku 2009 citelně rostly a vyústily ve zdrženlivost konečných spotřebitelů. Celosvětový prodej osobních vozů se meziročně snížil o 6,1 % na úroveň 52,3 mil. vozů. Výrazné poklesy prodejů zaznamenaly zejména regiony Severní Amerika, střední a východní Evropa. Naproti tomu pozitivní vývoj pokračoval v Asii. Zatímco západní Evropa stagnovala, celosvětová produkce automobilů poklesla ve sledovaném období o 13,2 % na celkových 60,0 milionu vozů, z toho bylo 49,4 milionu osobních vozů.<sup>176</sup>

---

<sup>173</sup> Hrdličková Lucie. Motorové srdce z Detroitu po Obalově resuscitaci znovu bije. Automobilky vydělávají. *iHNed.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-45553650-motorove-srdce-detroitu-po-obamove-resuscitaci-znovu-bije-automobilky-vydelavaji>>

<sup>174</sup> Šrotovné je finanční příspěvek státu za nákup nového osobního automobilu při současném odevzdání starého na vrakoviště, kde je ekologicky zlikvidován. Má za úkol zmírnit důsledky ekonomické krize promítající se v klesajícím zájmu o nové automobily, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný na WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/%C5%A0rotovn%C3%A9>>

<sup>175</sup> Mach Petr. Šrotovné, NE, NE NE!. *Blog.ihned.cz* [online]. 2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné na WWW: <<http://www.petrmach.cz/cze/prispevek.php?ID=418>>

<sup>176</sup> Škoda Auto. Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2009 [online]. Mladá Boleslav, 2010 [cit. 2011-10-04]. Dostupný na WWW: <[http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2009\\_CZ.pdf](http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2009_CZ.pdf)>

## 5 Dopady finanční krize do podnikové sféry v České republice

Pro všechny podnikatelské subjekty, které těží z výhod volného trhu a svobodné soutěže v podmínkách vyspělé a bohaté spotřebitelské společnosti, ukázalo období let 2007 – 2009 naprosto nové pohledy na mnoho otázek – mimo jiné například na problematiku vlastních a cizích zdrojů, na otázky řízení rizik, odhadování a zajištění proti rizikům, na celou oblast cash flow a práci s peněžními toky. Podobných otázkám nezůstaly ušetřeny ani podniky v České republice, kterým je věnována tato kapitola.

Dopady finanční krize na podniky v České republice (dále jen ČR) lze ilustrovat na vývoji průmyslové produkce v období let 2008 a 2009, protože průmysl patří mezi významné odvětví českého hospodářství zaměstnávající přes 40 % všech ekonomicky aktivních obyvatel s výrazným podílem na tvorbě HDP. Mezi hlavní odvětví průmyslu v ČR patří průmysl chemický, strojírenský (reprezentovaný automobilovým průmyslem), potravinářský a hutnický.<sup>177</sup> Vývoj, který se odehrál v českém průmyslu ve zmíněném období, byl považován za největší propad výroby v dosavadních dějinách samostatné České republiky.

Česká ekonomika se řadí mezi otevřené ekonomiky s výrazným exportním zaměřením a světová finanční krize měla na český průmysl silný vliv, protože došlo k poklesu poptávky ze strany zahraničních odběratelů a tím i k poklesu produkce. Krize postihla téměř všechna průmyslová odvětví a výrazněji začala projevovat v posledním čtvrtletí roku 2008, kdy vývoj průmyslu prudce klesl a vymazal pozitivní výsledky dosažené v předchozích třech čtvrtletích. V roce 2009 poklesl index průmyslové produkce o 13,6 %, jak je patrné z grafu č. 23.

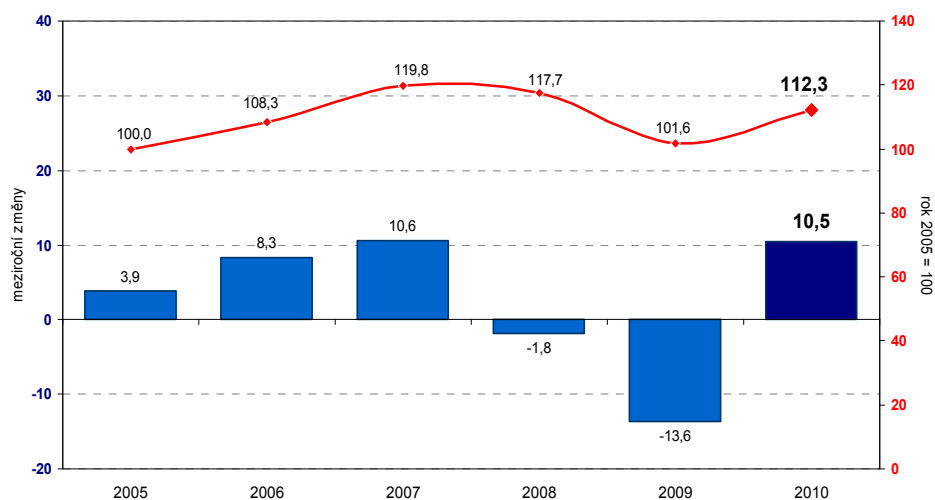
Společně s poklesem průmyslové produkce docházelo i k výpadkům tržeb, kdy například během posledních tří měsíců roku 2008 klesly tržby průmyslových podniků v meziročním vyjádření o 90 miliard korun. Také zahraniční poptávka a objem exportů se postupně snižovaly a v posledním čtvrtletí roku 2008 se jednalo o meziroční pokles ve výši 80 miliard korun. Důležitým údajem pro hodnocení vývoje českého průmyslu je i stav

---

<sup>177</sup> Průmysl v České republice, WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-08-04]. Česká verze. Dostupný na WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Pr%C5%AFmysl\\_v\\_%C4%8Cesk%C3%A9\\_republice](http://cs.wikipedia.org/wiki/Pr%C5%AFmysl_v_%C4%8Cesk%C3%A9_republice)>



zakázek, který podle Českého statistického úřadu klesl v březnu 2009 meziročně o 16,5 %, z toho zakázky ze zahraničí o 15,2 %.<sup>178</sup>



Obrázek č. 23: Vývoj indexu průmyslové produkce ČR (2005-2010)

Zdroj:

<[http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/prezentace\\_ekonomicke\\_udaje\\_za\\_rok\\_2010/\\$File/ekonomicke\\_udaje\\_2010\\_070211.pps#1](http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/prezentace_ekonomicke_udaje_za_rok_2010/$File/ekonomicke_udaje_2010_070211.pps#1)>

## 5.1 Vnímání krize z pohledu českých podniků

Jaká vlastně byla reakce českých podniků na krizovou situaci a na celosvětový pokles hospodářské aktivity a jak podniková sféra vnímala krizi?

Katedra podnikové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze provedla v roce 2009 rozsáhlé výzkumy chování podnikové sféry v krizové situaci. Předmětem výzkumu byly jak reálné kroky firem již uskutečněné tak i kroky připravované a rovněž tak zkoumání jejich pocíťovaných potřeb. Závěry výzkumu zveřejnila Eva Kislingerová v publikaci Podnik v časech krize.<sup>179</sup>

Provedený výzkum odhalil, že české podniky a jejich managementy nebyly na krizovou situaci připraveny, trpěly přílišným optimismem v hodnocení budoucí situace svých vyhlídek a podceňováním reálné situace. Z výzkumu mimo jiné vyplynuly následující závěry:

<sup>178</sup> Kislingerová Eva. Podnik v časech krize, s. 44 – 50

<sup>179</sup> Kislingerová Eva. Podnik v časech krize, s. 157

- Podniky jenom pomalu a neochotně utlumovaly svou výrobu a zvolna ji přizpůsobovaly reálné situaci.
- Útlum výroby byl výrazně pomalejší než útlum prodejů, což muselo vést k posílení tlaků na cash flow firem.
- Podniky se po dlouhou dobu vyhýbaly rozvázání pracovních poměrů kmenových zaměstnanců, protože vedení firem předpokládalo, že krize nebude příliš hluboká a příliš dlouhá.
- Přehnaně optimistická reakce vlastníků firem v odhadech budoucích finančních ukazatelů (posílení tržní pozice a ziskovosti, růst obrátu).

Výzkum závěrem charakterizoval typické znaky chování podniků v ČR a jejich reakce na hospodářský útlum, který ve střední Evropě započal zhruba v listopadu 2008:

- Podniky krizi relativně dlouho podceňovaly, její opravdovou závažnost a hloubku započaly ve většině případů řešit až v prvním čtvrtletí roku 2009. Optimálním variantou bylo přijímat některé opatření podstatně dříve.
- Firmy mají nedostatečný systém vyhodnocování rizik a nejistot, proto jsou na krizi upozorněny až tím, že jejich vlastní odbyt začne mít problémy. I tehdy stále vítězí představa, že krize není tak úplně záležitostí toho daného podniku, ale je to především problém „těch ostatních“. Teprve když objednávky poklesnou o více než 10 %, začínají podniky postupně reagovat a přistoupí k opatřením jako jsou například úspory v marketingu nebo jiných lehce omezitelných oblastech. Až pokles produkce o dvacet či třicet procent vede k propuštění nebo k jiné formě úspor na mzdových nákladech.
- Podniky nebyly na krizi připraveny. Především se ukázalo, že jsou velmi silně závislé na cizích zdrojích a to i přes fakt, že v minulých letech zažily období velmi dobré konjunktury a měly tedy být dostatečně finančně vybavené. Ukázalo se však, že pro dobu krize byly rezervy příliš malé a podniky se již brzy po jejím vypuknutí dostaly do vážných potíží s cash flow.
- Do budoucna je potřebné změnit přístup k otázkám financování činnosti podniků, k vlastním a cizím zdrojům – k jejich mixu, protože se zdá, že právě finanční nestabilita společností, jejich nedostatečná kapitálová síla a jejich nedostatečné vybavení rezervami a vlastními zdroji se během finanční krize a následné recese ukázaly jako jeden z rozhodujících faktorů, které určují úspěšnost firmy ve zkoušce krizovým stavem. Společnosti, které mají nižší úroveň cizích zdrojů a nižší úroveň

zadlužení vlastního kapitálu, snáze překonávají krizové stavy, protože jsou méně zranitelné vyššími úrokovými sazbami nebo odmítnutím úvěrování ze strany bank.<sup>180</sup>

Z posledních dat Českého statistického úřadu se zdá, že krize českého průmyslu a potažmo i krize v Evropské unii a zřejmě ve všech vyspělých ekonomikách sice nabízejí mírné zlepšení a oživení světových trhů, zvyšuje se poptávka a produkce, ale škody po krizi budou zřejmě doznívat ještě po nějakou dobu a je v zájmu jednotlivých firem, aby se z krizového vývoje poučily a vyhnuly se tak podobným situacím v budoucnu.

## **5.2 Vývoj hospodaření Skupiny Škoda Auto a mateřské společnosti Škoda Auto, a.s. za rok 2009**

V České republice patří automobilové odvětví historicky mezi nejdůležitější složku českého hospodářství reprezentované především společností Škoda Auto. V další části kapitoly budou analyzovány hlavní finanční ukazatele a vývoj hospodaření Škody Auto a mateřské společnosti Škoda Auto, a.s. za rok 2009 s cílem potvrdit či vyvrátit teze o dopadech finanční krize na konkrétním podniku. Následující text je vypracován s pomocí zveřejněné Výroční zprávy Škoda Auto za rok 2009.<sup>181</sup>

Škoda Auto patří mezi nejvýznamnější ekonomická uskupení České republiky. Tvoří ji mateřská společnost Škoda Auto a.s., její plně konsolidované dceřiné společnosti Škoda Auto Deutschland GmbH, Škoda Auto Slovensko, s.r.o., Škoda Auto Polska S.A., Škoda Auto India Private Ltd. a přidružená společnost, OOO Volkswagen Group Rus.

Škoda Auto, a.s. je česká firma s více než stoletou tradicí výroby automobilů. Značka Škoda auto patří zároveň k nejstarším automobilovým značkám ve světě. Předmětem podnikatelské činnosti společnosti je zejména vývoj, výroba, prodej automobilů, komponentů, originálních dílů a příslušenství značky Škoda a poskytování servisních služeb. Jediným akcionářem mateřské společnosti Škoda Auto, a.s. je od 18. července 2007 společnost Volkswagen International Finance N.V. se sídlem v Amsterdamu v Nizozemském království. Sídlo společnosti je v České republice, Mladá Boleslav.

---

<sup>180</sup> Kislingerová Eva. Podnik v časech krize, s. 163 - 182

<sup>181</sup> Škoda Auto. Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2009 [online]. Mladá Boleslav, 2010 [cit. 2011-10-04]. Dostupný na WWW: <[http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2009\\_CZ.pdf](http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2009_CZ.pdf)>

Skupina Škoda Auto působí na více než 100 trzích v rámci celého světa, svým obratem patří k největším ekonomickým uskupením v rámci nově začleněných států EU, je významným zaměstnavatelem, v rámci ČR zaujímá v posledních letech čelní pozice v žebříčku ankety Czech Top 100, je nejvýznamnějším exportérem ČR.

### **5.2.1 Vývoj hospodaření Skupiny Škoda Auto**

#### **Hospodaření Skupiny**

S ohledem na nepříznivý celosvětový vývoj automobilových trhů došlo k poklesu odbytu vozů Škoda Auto meziročně o 12,2 %, což se odrazilo i v hospodaření Skupiny. Její tržby zaznamenaly meziročně úbytek o 12,3 miliardy korun (meziroční úbytek o 6,2 %). Celkový vývoj tržeb je odrazem celosvětové hospodářské krize, která významně zasáhla spotřebitelské trhy. Ke snížení tržeb přispěly zejména výsledky nižšího odbytu, vyšší podíl prodeje vozů nižších tříd a cenová opatření na podporu prodeje, nutná pro stabilizaci tržních pozic. Náklady na prodané výrobky, zboží a služby zaznamenaly meziroční pokles o 3 %, přičemž jejich snížení je logickým vyústěním situace na světových automobilových trzích, kdy společnost byla nucena v důsledku poklesu poptávky částečně omezit produkci. Uvedený vývoj tržeb a nákladů se odrazil ve vývoji všech odvozených finančních veličin. Hrubý zisk dosáhl za první pololetí 2009 úrovně 21,6 miliard korun (meziroční pokles o 24,8 %). Provozní výsledek se oproti srovnatelnému období propadl na hodnotu 5,9 miliard korun (meziroční pokles o 56,5 %). Zisk před zdaněním dosáhl úrovně 4,7 miliard korun (meziroční pokles o 64,8 %). Po snížení zisku o daň z příjmu byl vykázán zisk po zdanění ve výši 3,5 miliard korun (meziroční pokles o 68 %).

#### **Prodejní ukazatele**

V důsledku rozšíření prodejní sítě a představení nových modelů došlo k posílení pozice značky Škoda v celosvětovém měřítku. To i navzdory negativním dopadům postupující finanční krize, která ovlivnila prodejní výsledky automobilového sektoru.

Skupina Škoda Auto dokázala v roce 2009 opětovně navýšit objemy prodeje. Celkem dodala Skupina zákazníkům 684 226 vozů, což představuje meziroční nárůst o 1,4 %. Celkové prodeje na domácím trhu zaznamenaly mírný pokles o 2,6 % oproti předchozímu roku. Prodejní situace ve Střední Evropě byla podobná té na českém trhu navzdory tomu, že v Polsku vzrostly prodeje o 11,9 %, ale na Slovensku klesly o 17,9 % a v Maďarsku dokonce o 56,4 %. Oblast východní Evropy zasáhla finanční a hospodářská krize výrazně a tomu odpovídají i prodejní výsledky. V tomto regionu klesla celková prodejnost o 51,1 %.

V Rusku činil pokles prodeje o 34,9 %, na Ukrajině o 77,1 %, v Rumunsku o 61,1 % a v Estonsku o 39,9 %. Západní Evropa bývá tradičně největším odbytištěm a počet prodejů paradoxně vzrostl o 9,4 %. Oživení prodeje je přičítáno stimulačním opatřením vlád implementované na většinu západoevropských trhů. Jednalo se zejména o šrotovací prémii, které podpořila prodejní výsledky například v Německu. Výrazný růstový potenciál zaznamenala Skupina v Zámorí a Asii. Dodávky zákazníkům v těchto regionech činily v roce 2009 nárůst oproti předchozímu roku o 52,2 %. Největší odbytový trh byl v Číně a Indii.

### **Zaměstnanci**

Personální stav Skupiny Škoda Auto byl ke konci roku 2009 na hodnotě 26 153 zaměstnanců, což představovalo meziroční pokles o 2,0 %. U mateřské společnosti Škoda Auto, a.s. byl personální stav ke konci roku 2009 ve výši 22.831 zaměstnanců a představoval meziroční pokles o 3,3 %.

#### **5.2.2 Vývoj hospodaření Škoda Auto, a.s.**

Vzhledem k faktu, že se mateřská společnost Škoda Auto, a.s. podílí na finančních výsledcích ekonomického uskupení nejvýznamněji, koresponduje její vývoj finanční výkonnosti a finanční pozice s vývojem finanční výkonnosti a finanční pozice celé Skupiny.

Oproti srovnatelnému období se tržby snížily o 17,9 miliard Kč (meziroční pokles o 9,5 %). Náklady na prodané výrobky, zboží a služby meziročně poklesly o 9,7 miliard Kč (5,9 %). V důsledku tohoto vývoje se snížil hrubý zisk meziročně o 35,6 %. Provozní výsledek dosáhl úrovně 4,7 miliard Kč (meziroční pokles o 62,6 %). Zisk před zdaněním poklesl na hodnotu 4,4 miliard Kč (meziročně pokles o 67,0 %), přičemž zisk po zdanění zaznamenal snížení o 7,8 miliard Kč (meziroční pokles o 69,5 %) a dosáhl úrovně 3,4 miliard Kč.

Tabulka č. 12: Souhrnná data za Skupinu Škoda Auto a Společnost Škoda Auto, a.s. ve vybraných ukazatelích (období 2007 – 2009).

Objemová data		Skupina Škoda Auto			Společnost Škoda Auto		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009
Dodávky vozů Škoda zákazníkům	vozy	630 032	674 530	684 226	630 032	674 530	684 226
Odbyt celkem	vozy	619 635	625 819	551 604	623 085	622 090	539 382
Odbyt vozů Škoda	vozy	617 269	621 683	545 690	623 085	622 083	539 380
Výroba celkem	vozy	623 291	606 614	522 542	623 529	603 247	519 910
Výroba vozů Škoda	vozy	622 811	603 981	519 645	623 529	603 247	519 910
Počet zaměstnanců	osoby	29 141	26 695	26 153	27 753	25 331	24 817
<b>Výkaz zisků a ztrát</b>							
Tržby	mil. Kč	221 967	200 182	187 858	211 026	188 572	170 666
Hrubý zisk	mil. Kč	36 493	28 659	21 562	30 161	22 972	14 798
	% k tržbám	16,4	14,3	11,5	14,3	12,2	8,7
Provozní výsledek	mil. Kč	19 784	13 620	5 924	19 021	12 636	4 724
	% k tržbám	8,9	6,8	3,2	9,0	6,7	2,8
Zisk před zdaněním	mil. Kč	19 860	13 376	4 702	19 446	13 287	4 381
Rentabilita tržeb před zdaněním	%	8,9	6,7	2,5	9,2	7,0	2,6
Zisk po zdanění	mil. Kč	15 982	10 818	3 462	15 892	11 267	3 439
Rentabilita tržeb po zdanění	%	7,2	5,4	1,8	7,5	6,0	2,0

Zdroj: Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2009, převzato z: <[http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2009\\_CZ.pdf](http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2009_CZ.pdf)>

V porovnání s výsledky hospodaření za roky 2007 a 2008 je patrné, že Skupina Škoda Auto byla také postižena dopady finanční krize. Její hlavní finanční a prodejní ukazatele zaznamenaly výrazné zhoršení, ale v rámci celosvětového oživení ekonomické aktivity v průběhu roku 2010 došlo i ve zlepšení vývoje hospodaření, jak vyplývá z nedávno zveřejněné výroční zprávy za rok 2010.<sup>182</sup>

---

<sup>182</sup> Škoda Auto. Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2010 [online]. Mladá Boleslav, 2011 [cit. 2011-10-04]. Dostupný na WWW: <[http://www.skodaauto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2010\\_CZ.pdf](http://www.skodaauto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2010_CZ.pdf)>

## 6 Vyhodnocení výsledků a formulování závěrů

Na propuknutí soudobé finanční krize se podílelo několik faktorů, které společně stály za tím, že se americké hospodářství dostalo do hospodářské recese. Globalizace a úzká propojenost trhů způsobily, že se tato krize rychle promítla takřka do celého světa.

Prvním indikátorem stojícím za budoucími finančními otřesy bylo prasknutí akciové bubliny v důsledku nadhodnocených technologických akcií. To vedlo FED k tomu, aby od roku 2000 postupně uvolňoval měnovou politiku a rekordně snižoval základní úrokové sazby s cílem podpořit a oživit americkou ekonomiku. Tento krok měl na jednu stranu pozitivní vliv na růst hospodářství, ale na druhou stranu vedl k nadměrnému zadlužování a k velkému nárůstu hypotečních úvěrů i méně bonitním klientům. To vše za mohutné podpory americké vlády prostřednictvím polostátních hypotečních agentur. V tomto lze spatřovat zásadní problém, protože tehdejší vládní politika a kroky centrální banky znamenaly pro mnoho domácností budoucí existenční problémy, které se naplno projevíly v okamžiku, kdy FED po třech letech opět zvedl úrokovou míru na úroveň před prasknutím akciové bubliny. Zvýšení úrokových sazeb se dramaticky projevilo v neschopnosti domácností splácet hypotéky a úroky.

Problémy na hypotečním trhu měly negativní dopad i na bankovní sektor a investiční banky. Příčinou dalších problémů byly také finanční inovace. Díky procesu sekuritizace se vyvádělo úvěrové riziko z obchodních bilancí finančních institucí. Rizikové úvěry se seskupovaly do balíků, na které se vydávaly dluhové cenné papíry, které se následně prodávaly na sekundárních trzích. Významnou roli v tomto procesu sehrály i ratingové agentury, které přiřazovaly těmto cenným papírům zkreslené ratingové hodnocení, a proto je kupovali i konzervativní investoři s velkou averzí k riziku. Platební neschopnost dlužníků a pokles cen nemovitostí snížily hodnotu sekuritizovaných dluhopisů a významná část finančního sektoru, která investovala do těchto nových finančních instrumentů, pak utrpěla obrovské ztráty. Došlo ke ztrátě důvěry na mezibankovním trhu, která vyústila v krizi likvidity, kdy si banky nebyly ochotny mezi sebou půjčovat hotovost. Finanční krize způsobila krach mnohých amerických a evropských bank a znamenala výrazné poklesy akciových indexů po celém světě.

Finanční krize se rychle rozšířila i do zbytku světa a postihla řadu států. S následky krize se nejvíce potýkaly Spojené státy, z evropských zemí pak pobaltské země společně s Maďarskem, dále Island, kterému hrozil státní bankrot v důsledku problémů v bankovním sektoru, země eurozóny, z nichž například Řecko se dlouhodobě potýká s hlubokým



deficitem veřejných financí, což je mimochodem velkým problémem většiny zemí EU. S propadem výkonnosti ekonomiky se potýkalo i Japonsko a země BRICu.

Poměrně značným překvapením bylo, že i přes různé kontrolní mechanismy a regulaci finančních trhů došlo k tak velkým dopadům na finanční sektor. Mnohé mezinárodní organizace a jednotlivé státy mají v úmyslu tuto regulaci ještě zpřísnit, ale je otázka, zda nové regulativní rámce budou dostatečně sofistikované, aby zamezily jejímu obcházení. Rovněž nelze nezmínit fakt, že to byl právě regulátor, který zapříčinil, že došlo k uvolňování regulačních a dohledových standardů u finančních derivátů a hypoték v USA.

Jako chybou se ukázalo zrušení Glass-Steagallova zákona, který setřel rozdíly mezi komerčním a investičním bankovníctvím. V praxi to znamenalo účast komerčních bank na rizikových operacích s finančními deriváty na volném trhu. Následkem toho bylo, že do bankovního sektoru bylo napumpováno ohromné množství finančních prostředků pro jejich záchranu, což se může jevit jako špatné řešení, protože i banka je podnikatelský subjekt odpovídající za své jednání a nesoucí plné podnikatelské riziko ze svých obchodů. Vládám jednotlivých zemí bylo také vyčítáno, jak neefektivně a netransparentně byly finanční prostředky na záchranu bank vynakládány. Lze ale pochopit, že záchrana bank se jevila jako menším zlo i se všemi negativními jevy, neboť v opačném případě hrozil ještě rozsáhlejší kolaps finančního systému.

V reakci na finanční krizi došlo i v Evropě k řadě nových opatření a vytvoření nových orgánů finančního dohledu (například Evropský výbor pro systémová rizika – ESRB). Nelze samozřejmě v tuto chvíli jednoznačně určit, zda se jedná o krok správným směrem. Zřejmě ale bude do budoucna problematique určit přesnou míru odpovědnosti, kterou budou tyto orgány mít vzhledem ke své pravomoci. Rovněž lze mít pochyby o tom, zda je vůbec možné uregulovat celou EU, protože i přes určitý stupeň propojenosti, má každý stát odlišný bankovní a finanční systém s jinou legislativou. V tomto smyslu by bylo možná vhodnější vytvořit pouze metodická doporučení pro národní regulátory a dozorové orgány nad finančním trhem. Odpovědnost za stabilitu bankovního sektoru by potom bylo možné ponechat v rámci konkrétního státu. S tím by souviselo i zpřísnění sankcí za nedodržení ukazatelů finanční stability. Prioritou by se měla stát regulace takových segmentů finančních trhů, které podléhají regulaci málo nebo vůbec (například investiční banky a hedgeové fondy). Je třeba rovněž zajistit, aby nedošlo k přílišnému přeregulování, které by mohlo finančnímu sektoru uškodit a zbrzdit vývoj ekonomiky.

V rámci záchranných balíčků vynaložily mezinárodní instituce a jednotlivé vlády obrovské sumy peněz, aby oživily ekonomiku. Tyto fiskální stimuly výrazně zhoršily již tak dost zadlužené veřejné rozpočty, v čemž lze spatřovat ten největší problém do příštích let. I přes dočasné nastartování ekonomického růstu amerického i světového hospodářství budou vlády čelit ekonomickým a sociálním otřesům, pokud nezmění svůj přístup k úvěrově financované spotřebě a deficitnímu hospodaření. Jako důležité se tedy jeví hledat nové – alternativní cesty ke globálnímu ekonomickému růstu. Důležité je, aby se svět z této krize poučil a začal více myslet na budoucnost, o čemž lze mít vážné pochybnosti.

Často diskutovaným tématem dnešní doby je obnova globální ekonomické rovnováhy. V období expanze světové ekonomiky se prohloubila makroekonomická nerovnováha v obchodě a peněžních tocích v důsledku značné rozvinutosti finančního sektoru, liberalizace kapitálových toků a existence dostatku volných finančních prostředků, jež umožňovaly pokrýt deficity běžného účtu jedné skupiny zemí z úspor druhé skupiny zemí. Jedna z hlavních příčin finanční krize byla právě nerovnováha mezi nadměrnou spotřebou v USA a příliš velkými úsporami ve východní Asii. Finanční krize ukázala značné nebezpečí plynoucí z vysokých deficitů běžného účtu, protože země s vysokými schodky se dostaly do potíží při jeho financování. Ke snížení přetrvávajících nerovnováh doporučují mezinárodní organizace změny v makroekonomické politice, které by vedly ke změnám ve struktuře globální poptávky. V této souvislosti se nejčastěji hovoří o potřebě určité restrukturalizace ekonomického růstu východoasijských ekonomik. Například doporučení MMF se zaměřuje na problémy zemí, které se rozhodly odbourat dlouhodobé přebytky běžného účtu pomocí změny politiky jako je změna měnového kurzu (apreciací reálného měnové kurzu), změnou makroekonomických politik (expanzivní fiskální nebo měnová politika podporující domácí poptávku), či prostřednictvím odstranění určitých distorzí v ekonomice (tyto distorze jsou důsledkem chybějícího systému sociálního zabezpečení včetně penzí, nerozvinutosti finančních institucí a nedostatečných mezinárodních mechanismů). Výsledkem těchto opatření by mělo dojít k růstu importů, snížení přebytků běžného účtu, růstu spotřeby, poklesu úspor a zvýšení tempa ekonomického růstu.

Dalším z alternativních přístupů je mezinárodní dohoda spočívající ve vypracování mechanismu měření globálních nerovnováh prostřednictvím sledování konkrétních ekonomických ukazatelů. Najít ovšem shodu na tom, které indikátory použít k měření

nerovnováh, je velmi obtížné a například některé země v čele s Německem a Čínou s tímto řešením zatím nesouhlasí, protože odmítají do sledovaných indikátorů zařadit obchodní a platební bilanci s odůvodněním, že nechtějí být v budoucnu sankciovány za své obrovské přebytky. Spory vyvolává i snaha zařadit mezi ukazatele reálné směnné kurzy a úrovně devizových rezerv.

Mezi diskutovaná témata se řadí i reforma monetárního měnové systému s cílem vytvořit jednotnou globální měnu, případně posílit úlohu již existující měnové jednotky SDR vydávané MMF. Záměrem je oslabit vliv dolaru jako současné světové rezervní měny. Země G20 by měly podpořit MMF ve vydání významného objemu SDR. To by mělo několik přínosů. Centrální banky by mohly měnit SDR za jiné měny a používat je na financování vyšších importů, což by snížilo náchylnost k recesím po finančních krizích. Částečně by to snížilo potřebu akumulovat rezervy. A SDR by také pomohly urychlit oživení světové ekonomiky, aniž by však zvýšily inflační tlaky. Došlo by také k omezení globálních nerovnováh, protože země by nemusely držet tak velkou zásobu měnových rezerv. Nutné jsou i kroky, které by zvýšily efektivitu SDR. MMF by je mohl používat na financování půjček zemím, které potřebují krátkodobé úvěry. SDR by se nakonec staly hlavním či dokonce jediným mechanismem financování MMF. V případě krize, která postihne více zemí najednou, by půjčky od MMF mohly být plně financovány vydáním nových SDR. Až by poté došlo k oživení či k boomu světové ekonomiky, tyto SDR by byly staženy. MMF by tak měl větší roli při vytváření měnové politiky, což by omezovalo riziko inflace a recesí. Dolar by se dále používal pro privátní transakce, což by tuto změnu učinilo přijatelnější pro USA.

Ačkoli světové ekonomika potřebuje najít novou rovnováhu a prosadit určité makroekonomické změny, nezdá se pravděpodobné, že se tak i skutečně stane, protože pro jednotlivá opatření a přístupy musí existovat širší politická podpora a koordinovaný postup všech dotčených zemí, a právě v tom lze shledat zásadní problém, neboť politické a obchodní zájmy zemí se výrazně liší. Navíc mezinárodní organizace (G20, MMF) nemohou národním vládám vnucovat svou vůli. V této souvislosti se jako nutnost jeví posílení pozice MMF, který by mohl získat daleko větší vliv na ovlivňování makroekonomické politiky těchto zemí.

# Závěr

Cílem diplomové práce bylo zpracovat příčiny finanční krize a její projevy ve světové ekonomice a v Evropské unii. Řešené téma je zpracováno do šesti hlavních kapitol. První část je zaměřena zejména na charakteristiku hlavních indikátorů, příčin a na samotný průběh finanční krize v USA a ve světě. Druhá část se věnuje dopadům krize v USA, Evropské unii, zemích eurozóny a v dalších částech světa s konkrétními dopady v automobilovém průmyslu.

Na vzniku soudobé finanční krize se podílelo několik faktorů, které působily souběžně. Jedním z těch prvotních impulsů stojících za vznikem krize byla neuvážená měnová politika FEDu, který po splasknutí akciové bubliny nízkými úrokovými sazbami podpořil expanzi úvěrů a zadlužování ekonomických subjektů. Následným zvýšením těchto sazeb vyvolal u méně bonitních klientů neschopnost splácet úvěry a úroky z nich. Rozmach nových finančních instrumentů, jejich sekuritizace, role ratingových agentur v oceňování rizikových cenných papírů, neschopnost úvěrových dlužníků splácet jejich závazky a pokles cen nemovitostí způsobily problémy řadě finančních institucí, které vyvrcholily pádem investiční banky Lehman Brothers následované krachem dalších amerických i evropských bank. Na finančních trzích panovala krize nedůvěry projevující se nedostatkem likvidity a panikou.

V zemích, které krize zasáhla, došlo ke značným poklesům hospodářského růstu a k recesi. Mezinárodní organizace a vlády postižených zemí vynaložily na záchranu postižených bank a na podporu oživení ekonomické aktivity značné objemy finančních prostředků. Je ale otázkou, zda jsou takové finanční injekce vhodné. Na jedné straně určitě pomohly zmírnit dopady krize a oživit ekonomický růst. Na druhou stranu tyto podpory mohou vyvolávat morální hazard v podobě riskantních obchodů finančních institucí s odůvodněním, že případné ztráty z těchto obchodů budou uhrazeny věřitelem poslední instance v podobě vlád či centrálních bank. Do budoucna je však značně riskantní, aby případné další finanční pomoci byly vypláceny z veřejných rozpočtů, neboť stav veřejných financí je ve většině vyspělých ekonomik na neudržitelné úrovni a některým zemím hrozí dokonce státní bankrot. Pro vlády jednotlivých zemí se jeví jako životně nezbytné přijmout taková opatření, která by podobným krizím zamezily, anebo alespoň zmírnily jejich dopady. Mezi taková opatření v oblasti bankovního a finančního sektoru patří určitě oddělení komerčního bankovníctví od investičního, zpřísnění sankcí za nedodržení

bankovní stability, upravení pravidel pro poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, přijmout pravidla pro obchodování se strukturovanými finančními deriváty typu CDOs a nově vymezit úlohu ratingových agentur. Hlavním tématem vlád bude také nutnost vypořádat se a postupně snižovat schodky veřejných financí a přijmout opatření k obnovení globální ekonomické rovnováhy.

Analýzou tématu je komplexní přehled popisující finanční krizi z několika hledisek. Práce je však omezena svým rozsahem a nemůže tak podat vyčerpávající odpověď na všechna popsaná témata. Práce i tak je přínosná k dalšímu studiu dané problematiky. Je určena všem, kdo mají zájem dozvědět se více o soudobé finanční krizi. Obsahuje užitečné poznatky jak pro odbornou veřejnost, tak i pro laickou, protože práce nabízí základní ucelený nástin o příčinách, průběhu a projevech finanční krize.

# Seznam použité literatury

## Odkaz na citované (tištěné) monografie:

FÁREK J. Transformace finanční krize v globální hospodářský útlum: poučení, výzvy a geopolitické souvislosti. *Mezinárodní politika*. 2009, roč.33, č.2. ISSN 0543-7962.

FÁREK J.; KRAFT J. *Světová ekonomika za prahem nového století globálních změn (vstup do 21.století)*. 2.vyd. Liberec: Technická univerzita Liberec, 2006. 252 s. ISBN 80-7372-142-2.

HOLMAN R. [et. al]. *Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?* Sborník textů. 1.vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008. 87 s. ISBN 978-80-86547-65-7.

FOSTER J. B.; MAGDOFF F. *Great financial crisis* . 1st. ed., New York: Monthly Review Press, 2009. 144 pgs. ISBN 978 - 1583671849. Překlad z anglického originálu BAROŠ R. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*.1.vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.

JANÁČKOVÁ S. *Krize eurozóny a dluhové krize vyspělého světa*. 1.vyd. Praha: CEP – centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. 99 s. ISBN 978-80-86547-95-4.

KISLINGEROVÁ E. *Podnik v časech krize*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 224 s. ISBN 978-80-247-3199-5.

KOHOUT P. *Finance po krizi: Důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 218 s. ISBN 978-80-247-3199-5.

KOVANICOVÁ D. Je Sarbanes-Oxley Act tou správnou léčbou? Český finanční a účetní časopis. 2008, roč. 3, č. 2, s. 73-77. ISSN 1802-2200.

KRUGMAN P. *Return of depression economics and the crisis of 2008*. 1st. Ed., New York: W.W.Norton&Company, 2009. 224 pgs. ISBN 978-0393337808. Překlad z anglického originálu KŘÍSTKOVÁ E. *Návrat ekonomické krize*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 s. ISBN 978-80-7021-984-3.

MUSÍLEK P. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. Český finanční a účetní časopis. 2008, roč.3, č.2. ISSN 1802-2200.

MUSÍLEK P. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. Český finanční a účetní časopis. 2008, roč.3, č.4. ISSN 1802-2200.

**Odkazy na internetové (citované) zdroje:**

AIGINGER K. The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences.

Österreichisches Institut Für Wirtschaftsforschung. Wien [online]. 2009 [cit. 2011- 21-03].

Dostupné z WWW:

<[http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display\\_mode=2&pub\\_language=2&language=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=36501&typeid=8&display_mode=2&pub_language=2&language=2)>

AKRMAN L.;KRÁLÍČEK T. Záchranný plán v akci:Francie nabízí bankám 320 miliard eur. IHned.cz [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW:

<<http://ekonomika.ihned.cz/c1-28998550-zachranny-plan-v-praxi-francie-nabizi-bankam-320-miliard-eur>>

ALMUNIA M.; BÉNÉTRIX S.A.; EICHENGREEN B. From Great Depression To Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts [online]. 2009 [cit. 2011-21-03]. Dostupné z WWW:

<<http://www.nber.org/papers/w15524>>

Aktuální žebříček ztrát a odpisů bank v souvislosti s hypokrizí: Jsme na 150 miliardách USD. Ipoint.cz [online]. 2008 [cit. 2011-21-02]. Dostupný z WWW:

<<http://www.ipoint.cz/zpravy/5639515-aktualni-zebricek-ztrat-a-odpisu-bank-v-souvislosti-s-hypokrizi-jsme-na-150-miliardach-usd/>>

Autonovinky. Vláda USA pomůže automobilkám. Autoweb.cz [online]. 2008 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.autoweb.cz/vlada-usa-pomuze-automobilkam/>>

BBC News. Northern Rock split date is set: BBC News. [online]. 2009 [cit. 2011-18-02]. Dostupný z WWW: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8401467.stm>>

BERSTEIN J. Wages Pictures: Economic Policy Institute [online]. 2006 [cit. 2011-21-01]. Dostupný z WWW:

<[http://www.epi.org/publications/entry/webfeat\\_econindicators\\_wages\\_2006013](http://www.epi.org/publications/entry/webfeat_econindicators_wages_2006013)>

Brettenwoodský systém. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný z WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/Brettonwoodsk%C3%BD\\_syst%C3%A9m](http://cs.wikipedia.org/wiki/Brettonwoodsk%C3%BD_syst%C3%A9m)>

BRIC(S). WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze.

Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/BRICS>>

BRICHTA J. Freddie Mac a Fannie Mae. Finance.cz [online]. 2008 [cit. 2011-05-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>

BUČKOVÁ V. Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku krize. Finance.cz [online]. 2009 [cit. 2011-21-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize/>>

BUŘÍK L. Kladné i záporné stránky globalizace. Finance.cz [online]. 2005 [cit. 2011-21-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/51215-kladne-i-zaporne-stranky-globalizace/>>

CDO. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-03-01]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/CDO>>

CDS (Credit default swap). WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-24-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Credit\\_default\\_swap](http://cs.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap)>

Community Reinvestment Act. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-29-01]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Community\\_Reinvestment\\_Act](http://en.wikipedia.org/wiki/Community_Reinvestment_Act)>

Corporate Governance. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Corporate\\_governance](http://cs.wikipedia.org/wiki/Corporate_governance)>

Credit crunch. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-01]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://http://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_crunch](http://http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_crunch)>

CVRČEK M; KRÁLÍČEK T. Francouzské bance BNP Paribas klesl zisk o 42%. Francouzské bance bance BNP Paribas klesl zisk o 42%. IHNed.cz [online]. 2008 [cit. 2011-16-02]. Dostupný z WWW: <[http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076490-23002510-001000\\_d-francouzsko-bance-bnp-paribas-klesl-zisk-o-42-procent](http://ekonomika.ihned.cz/c4-10076490-23002510-001000_d-francouzsko-bance-bnp-paribas-klesl-zisk-o-42-procent)>

Česká národní banka (ČNB). MMF: Reforma po reformě [online]. Praha : ČNB, 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2009/cl\\_09\\_091118b.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_091118b.html)>

Česká tisková kancelář (ČTK). EU se dohodla na regulaci ratingových agentur. Ihned.cz [online], [cit. 2011-25-03]. Dostupné z: WWW <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-36763730-eu-se-dohodla-na-regulaci-ratingovych-agentur>>



Česká tisková kancelář (ČTK). Ministři financí eurozóny přiklepli Řecku rekordních 110 miliard eur. iHNed.cz [online]. 2010 [cit. 2011-29-03]. Dostupné z WWW: <<http://finweb.ihned.cz/c1-43065780-ministri-financi-eurozony-priklepli-recku-rekordnich-110-miliard-eur>>

Deflace. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Deflace>>

Dot-Com Bubble. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-06-12]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com\\_bubble](http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble)>

EU: Inflace v roce 2008 byla vysoká. Sfinance.cz [online]. 2009 [cit. 2011-05-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.sfinance.cz/zpravy/finance/209610-eu-inflace-v-roce-2008-byla-vysoka/>>

EU office Česká spořitelna,a.s. Vývoj a krátkodobý výhled rozpočtové bilance a veřejného dluhu. Businessinfo.cz [online]. 2009 [cit. 2011-05-04]. <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/podnikatelske-prostredi/vyhled-rozpocetove-bilance-verejny-dluh/1000520/54119/>>

Eurostat. Euro area unemployment rate at 9,9 %. Newsrelease euroindicators [online]. 2011 [cit. 2011-29-03]. Dostupné z WWW: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01042011-AP/EN/3-01042011-AP-EN.PDF)>

Eurozóna. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Euroz%C3%B3na>>

Evropská centrální banka (ECB), Evropská centrální banka [online]. 2011 [cit. 2011-08-02]. Dostupný z WWW: <[http:// http://www.ecb.int/ecb/html/index.cs.html](http://http://www.ecb.int/ecb/html/index.cs.html)>

Evropská centrální banka (ECB) – měsíční bulletin ECB – prosinec 2008 [online] 2008. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-29-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/mesicni\\_bulletin\\_ecb/download/ecb\\_mb200812cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/mesicni_bulletin_ecb/download/ecb_mb200812cz.pdf)>

Evropská komise – Evropská unie v České republice. Evropská komise představuje významný Plán obnovy pro růst a zaměstnanost [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW: <[http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press\\_releases/08081771\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press_releases/08081771_cs.htm)>

Evropská unie (EU). WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03].

Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Evropsk%C3%A1\\_unie](http://cs.wikipedia.org/wiki/Evropsk%C3%A1_unie)>

Evropská unie v ČR. Podzimní prognóza na období 2010–2012: oživení v EU posílí, vývoj však bude nerovnoměrný [online]. 2010 [cit. 2011-05-04]. Dostupné z WWW:

<[http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press\\_releases/10\\_1614\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/ceskarepublika/press/press_releases/10_1614_cs.htm)>

Expanzivní monetární politika. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/Monet%C3%A1rn%C3%AD\\_politika](http://cs.wikipedia.org/wiki/Monet%C3%A1rn%C3%AD_politika)>

FDIC. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-20-02]. Česká verze. Dostupný z WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/Federal\\_Deposit\\_Insurance\\_Corporation](http://cs.wikipedia.org/wiki/Federal_Deposit_Insurance_Corporation)>

FED (Federal Reserve System). WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW:

<<http://cs.wikipedia.org/wiki/wiki/FED>>

Globalizace. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-20-02]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Globalizace>>

Globální ekonomický výhled České centrální banky (ČNB) – leden 2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2011-28-03]. Dostupný z WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/gev/gev\\_2011\\_01.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2011_01.pdf)>

Goldman Sachs. BRICs [online], [cit. 2011-30-03]. Dostupné z WWW:

<<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/index.html>>

Hedgeové fondy. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-03-01]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Hedgeov%C3%A9\\_fondy](http://cs.wikipedia.org/wiki/Hedgeov%C3%A9_fondy)>

HDP. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-07-12]. Česká verze. Dostupný z WWW:

<[http://cs.wikipedia.org/wiki/Hrub%C3%BD\\_dom%C3%A1c%C3%AD\\_produktd](http://cs.wikipedia.org/wiki/Hrub%C3%BD_dom%C3%A1c%C3%AD_produktd)>

HOLUBA JIŘÍ; PALAŠČÁKOVÁ P. Standard & Poors snížila kvůli slabé ekonomice rating Španělska. E15.cz [online]. 2010 [cit. 2011-28-03]. Dostupné na WWW:

<<http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/standard-poor-s-snizila-kvuli--slabe-ekonomice-rating-spanelska>>

HOMOLKA M. Americký dluh zdá se být nezkrotným. Finexpert.cz [online]. 2010 [cit. 2011-22-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.finexpert.cz/Rubriky/Americky-dluh-zda-se-byt-nezkrotnym/sc-17-a-25783/default.aspx>>

Hospodářská komora ČR. Dopady finanční krize na vybrané země [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art\\_29042/dopady-financni-krize-na-vybrane-zeme.aspx](http://www.komora.cz/hk-cr-top-02-sede/podpora-podnikani-v-cr/pomahame-vam-celit-hospodarske-krizi/zpravodajstvi-ze-sveta/art_29042/dopady-financni-krize-na-vybrane-zeme.aspx)>

HRDLIČKOVÁ L. Motorové srdce z Detroitu po Obalově resuscitaci znovu bije. Automobilky vydělávají. iHNed.cz [online]. 2010 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-45553650-motorove-srdce-detroitu-po-obamove-resuscitaci-znovu-bije-automobilky-vydelavaji>>

CHAKRAVARTY M.; PHILIPOSE M. Liquidity Trap:fear of failure. Livemint.com [online]. 2008 [cit. 2011-13-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.livemint.com/2008/10/11002951/Liquidity-trap-fear-of-failur.html>>

iDNES.cz. Automobilka GM vyhlásila bankrot, USA postihl největší průmyslový krach. Idnes.cz [online]. 2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW: <[http://ekonomika.idnes.cz/automobilka-gm-vyhlasila-bankrot-usa-postihl-nejvetsi-prumyslovy-krach-14w-/eko-zahranicni.aspx?c=A090601\\_141117\\_eko-zahranicni\\_vem](http://ekonomika.idnes.cz/automobilka-gm-vyhlasila-bankrot-usa-postihl-nejvetsi-prumyslovy-krach-14w-/eko-zahranicni.aspx?c=A090601_141117_eko-zahranicni_vem)>

Index Nasdaq. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2010-06-12]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>>

International Monetary Fund Annual Report 2009. Fighting the global crisis [online]. 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný z WWW: <[www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/pdf/ar09_eng.pdf)>

International Monetary Fund. The IMF's Role in Helping Protect the Most Vulnerable in the Global Crisis [online]. 2010 [cit. 2011-17-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/protect.htm>>

JIRÁNKOVÁ M.; HNÁT.P. Vliv současné ekonomické krize na institucionální uspořádání uspořádání světové ekonomiky. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra světové ekonomiky [online], [cit. 2011-24-03]. Dostupné z WWW: <[www.vse.cz/polek/download/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf](http://www.vse.cz/polek/download/download.php?jnl=aop&pdf=314.pdf)>

KIM J.J. The Credit - Card Catapult [online]. 2006, Wall Street Journal [cit. 2010-10-12]. Dostupný na WWW: <<http://online.wsj.com/article/SB114324309529007930.html>>

KIRKLAND R. The Greatest economic boom ever [online]. 2007 [cit. 2011-19-02]. Dostupný z WWW: <[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2007/07/23/100134937/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/07/23/100134937/index.htm)>

KLVAČOVÁ E. Zvládání finančních krizí: Evropský a americký model. Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize. Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři [online]. 2009 [cit. 2011-24-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.eu-vyzkum-vyzkum.eu/pdf/Podklad\\_seminar\\_1.pdf](http://www.eu-vyzkum-vyzkum.eu/pdf/Podklad_seminar_1.pdf)>

KOHOUT P. Americká recese, hypotéky u nás nezdrazí. Virtually.cz [online]. 2007 [cit. 2011-18-02]. Dostupný z WWW: <<http://virtually.cz/archiv.php?art=15391>>

KOHOUT P. Co je motorem hospodářského růstu. Blog.aktualně.cz [online]. 2007 [cit. 2011-20-01]. Dostupný z WWW: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>>

KOHOUT P. Lehman Brothers a levnější chleba. Finmag.cz [online]. 2008 [cit. 2011-06-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.fimag.cz/cs/fimag/ekonomika/lehman-brothers-a-levnejsi-chleba/>>

KOHOUT P. Northern Rock a hodnota důvěry. Finmag.cz [online]. 2007 [cit. 2011-16-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.fimag.cz/cs/fimag/penize/northern-rock-a-hodnota-duvery/>>

KOHOUT P. Proč banky ovládá panika. Euroskop.cz [online]. 2008 [cit. 2011-24-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroskop.cz/46/2613/clanek/proc-banky-ovlada-panika>>

KOHOUT P. Španělsko, euro a nemovitosti. Investujeme.cz [online]. 2007 [cit. 2011-20-01]. Dostupný z WWW: <<http://www.investujeme.investujeme.cz/clanky/spanelsko-euro-a-nemovitosti/>>

KOHOUT P. Vítejte ve zlatých časech. Finmag.cz [online]. 2007 [cit. 2011-21-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.fimag.cz/cs/fimag/ekonomika/vitejte-ve-zlatych-casech/>>

KRÁLÍČEK T. Záchranný balíček EU na boj s krizí nestačí, tvrdí šéf MMF. *IHNed.cz* [online]. 2008 [cit. 2011-17-03]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-31720580-zachranny-balicek-eu-na-boj-s-krizi-nestaci-tvrdi-sef-mmf>>

LENER J. Krize nahrává globalizaci. Ke škodě investorů. HN.IHNED.cz [online]. 2010 [cit. 2011-30-03]. Dostupné z WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-40606370-krize-nahrava-globalizaci-ke-skode-investoru>>

LUNGOVÁ M. Hospodářská krize 2008-2009: Analýza příčin. Technická universita v Liberci, Ekonomická fakulta, Katedra ekonomie [online], [cit. 2011-24-03]. Dostupné z WWW: <[vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova\\_E+M.pdf](http://vyzkum.hf.tul.cz/wd/download/2010/Lungova_E+M.pdf)>

MACH P. Šrotovné, NE, NE NE!. Blog.ihned.cz [online]. 2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.petrmach.cz/cze/prispevek.php?ID=418>>

MARTINOVIČOVÁ M. Světová finanční krize: záchrana incestem. Profit.cz [online]. 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.profit.cz/clanek/svetova-financi-krizezachrana-incestem.aspx>>

Maastrichtská konvergenční kritéria. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Maastrichtsk%C3%A1\\_krit%C3%A9ria](http://cs.wikipedia.org/wiki/Maastrichtsk%C3%A1_krit%C3%A9ria)>

MÁČALOVÁ P. Evropská komise schválila pomoc pro Bradford & Bingley. IHNed.cz [online]. 2008 [cit. 2011-16-02]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-28533270>>

Měnová báze. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/M%C4%Bnov%C3%A1\\_b%C3%A1ze](http://cs.wikipedia.org/wiki/M%C4%Bnov%C3%A1_b%C3%A1ze)>

MMF. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-16-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Mezin%C3%A1rodn%C3%AD\\_m%C4%Bnov%C3%BD\\_fond](http://cs.wikipedia.org/wiki/Mezin%C3%A1rodn%C3%AD_m%C4%Bnov%C3%BD_fond)>

Monitoring Centrálních bank ČNB - prosinec 2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0804\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf)>

Monitoring centrálních bank (ČNB) - červen 2009 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2011-16-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0902\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0902_mcb.pdf)>

MORA M. Boj s finanční a ekonomickou krizí z perspektivy EU a G-20. Úřad vlády ČR [online]. 2009 [cit. 2011-15-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/dokumenty/VSE\\_091121.ppt#10](http://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/dokumenty/VSE_091121.ppt#10)>

MORGENSON G.; ANDERSON J. A Hedge Fund's Loss Rattles Nerves. The New York Times.com [online]. 2006 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW: <[http://www.nytimes.com/2006/09/19/business/19hedge.html?\\_r=1&pagewanted](http://www.nytimes.com/2006/09/19/business/19hedge.html?_r=1&pagewanted)>

MRÁČEK K. Zvládání finančních krizí: Evropský a americký model. Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize. Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři [online]. 2009 [cit. 2011-25-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad\\_seminar\\_1.pdf](http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/Podklad_seminar_1.pdf)>

NĚMEC P. Výměna světových tahounů. Ekonom.Ihned.cz [online]. 2010 [cit. 2011-30-03]. Dostupné z <[http://m.ihned.cz/c4-20106075-38408630-700000\\_ekodetail-vymena-svetovych-tahounu](http://m.ihned.cz/c4-20106075-38408630-700000_ekodetail-vymena-svetovych-tahounu)>

Padlý kolos AIG se vrací k životu. Profit.cz [online]. 2011 [cit. 2011-04-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.profit.cz/clanek/padly-kolos-aig-se-vraci-do-zivota.aspx>>

Pákový efekt. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-22-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/P%C3%A1kov%C3%BD\\_efekt](http://cs.wikipedia.org/wiki/P%C3%A1kov%C3%BD_efekt)>

Pakt stability a růstu. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Pakt\\_stability\\_a\\_r%C5%AFstu](http://cs.wikipedia.org/wiki/Pakt_stability_a_r%C5%AFstu)>

Past likvidity. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-10-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Past\\_na\\_likviditu](http://cs.wikipedia.org/wiki/Past_na_likviditu)>

Pojištění vkladů v zemích EU. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/14/ES ze dne 11. března 2009, kterou se mění směrnice 94/19/ES o systémech pojištění vkladů, pokud jde o výši pojištění a lhůtu k výplatě. Text s významem pro EHP. *EUR-LEX* [online], [cit. 2011-10-03]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:068:0003:01:CS:HTML>>

POMBOY S. The Great Bubble Transfer [online]. 2006 [cit. 2011-21-01]. Dostupný z WWW: <[http://www.macromavens.com/reports/the\\_great\\_bubble\\_transfer.pdf](http://www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf)>

Průmysl v České republice. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-08-04]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Pr%C5%AFmysl\\_v\\_%C4%8Cesk%C3%A9\\_republice](http://cs.wikipedia.org/wiki/Pr%C5%AFmysl_v_%C4%8Cesk%C3%A9_republice)>

Ratingové hodnocení. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Rating>>

Recese. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Recese>>

RYŠAVÁ S. EU poskytne až 750 miliard eur ohroženým zemím. Generace20 [online]. 2010 [cit. 2011-29-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.generace20.cz/zpravodajstvi/eu-poskytne-az-750-miliard-eur-ohrozenym-zemim>>

SARKYSIAN I. Hedgeové a realitní fondy. Důmfinanci.cz [online]. 2007 [cit. 2011-05-03]. Dostupný z WWW: <<http://dumfinanci.cz/investovani/hedgeove-a-realitni-fondy>>

Sdělení Komise – Rekapitalizace finančních institucí během současné finanční krize: omezení podpory na nezbytné minimum a záruky proti neoprávněnému narušení hospodářské soutěže. Úřední věstník Evropské unie [online]. 2009 [cit. 2011-11-03]. Dostupný z WWW: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:010:0002:0010:CS:PD>>

SDR. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-17-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <[http://cs.wikipedia.org/wiki/Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD\\_pr%C3%A1va\\_%C4%8Derp%C3%A1n%C3%AD](http://cs.wikipedia.org/wiki/Zvl%C3%A1%C5%A1tn%C3%AD_pr%C3%A1va_%C4%8Derp%C3%A1n%C3%AD)>

SIMERSKÁ D. Současný stav veřejných financí je ve státech EU je neudržitelný. Hospodářská komora České republiky [online]. 2010 [cit. 2011-05-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.komora.cz/zpravodajstvi-a-media/aktuality-4/makroekonomika/ek-soucasny-stav-verejnych-financi-ve-statech-eu-je-neudrzitelny.aspx>>

SINGER M. Finanční krize: Příčiny a možné dopady na českou ekonomiku. Praha: ČNB [online]. 2008 [cit. 2011-08-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Singer\\_20081029\\_Appia.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf)>

SPENCOVÁ T. Zahraniční dluhu USA přesáhl 88% HDP. *Outsidermedia* [online]. 2010 [cit. 2011-22-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.outsidermedia.cz/-Zahranicni-dluh-USA-presahl-88-procent-HDP-1.aspx>>

Společenství G20. WIKIPEDIA: otevřena encyklopedie [online], [cit. 2011-17-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/G20>>

Statistická databáze OECD. StatExtracts [online], [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW: <<http://stats.oecd.org/index.aspx>>

STUHLÍK J. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. Peníze.cz [online]. 2009 [cit. 2011-06-03]. Dostupný z WWW: <<http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financi-propasti>>

SÝKORA L. Co je globalizace a jaké jsou její důsledky [online]. 2000 [cit. 2011-21-02]. Dostupný z WWW: <<http://www.radekf.net/projekty-data/clanky-globalizace/lid/090900.htm>>

Systémové riziko. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/Riziko>>

Škoda Auto. Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2009 [online]. Mladá Boleslav, 2010 [cit. 2011-10-04]. Dostupný z WWW: <[http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2009\\_CZ.pdf](http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2009_CZ.pdf)>

Škoda Auto. Výroční zpráva Škoda Auto za rok 2010 [online]. Mladá Boleslav, 2011 [cit. 2011-10-04]. Dostupný z WWW: <[http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro\\_investory/Vyrocní\\_zpravy/SkodaAuto\\_AnnualReport\\_2010\\_CZ.pdf](http://www.skoda-auto.cz/company/CZE/Documents/Pro_investory/Vyrocní_zpravy/SkodaAuto_AnnualReport_2010_CZ.pdf)>

Šrotovné. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-25-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/%C5%A0rotovn%C3%A9>>

The Great Moderation. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-15-02]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Great\\_Moderation](http://en.wikipedia.org/wiki/The_Great_Moderation)>

The World Economy. A monetary malaise (Central bankers helped cause today's mass. Will they be able to clean it up?). The Economist.com [online]. 2008 [cit. 2011-16-03]. Dostupný z WWW: <[http://www.economist.com/research/articlesbysubject/displaystory.cfm?subjectid=478048&story\\_id=E1\\_TNPSPGRN](http://www.economist.com/research/articlesbysubject/displaystory.cfm?subjectid=478048&story_id=E1_TNPSPGRN)>

Úroková sazba Libor. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-11-03]. Česká verze. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/LIBOR>>

Úřední věstník Evropské Unie. Usnesení Evropského parlamentu ze dne 24. dubna 2009 o londýnském summitu skupiny G20 konaném dne 2. dubna 2009. Úřední věstník Evropské



unie [online]. 2009 [cit. 2011-17-03]. Dostupný z WWW:  
<[http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:184E:0094:0100:CS:P  
DF](http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:184E:0094:0100:CS:P<br/>DF)>

VALOVÁ I. Výkon ekonomiky a krize automobilového průmyslu. *Finance.cz* [online].  
2009 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.finance.cz/zpravy/finance/214661-vykon-ekonomiky-a-krize-  
automobiloveho-prumyslu/](http://www.finance.cz/zpravy/finance/214661-vykon-ekonomiky-a-krize-automobiloveho-prumyslu/)>

Zastupitelský úřad ČR v Brasílii. Brazílie: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné z  
WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/brazilie/1000631/>>

Zastupitelský úřad ČR v Dillí. Indie: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné z  
WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/indie/1000422/>>

Zastupitelský úřad ČR v Moskvě. Rusko: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné z  
WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/rusko/1000580/>>

Zastupitelský úřad ČR v Pekingu. Čína: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-15-04]. Dostupné z  
WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/cina/1000539/>>

Zastupitelský úřad ČR Tokio. Japonsko: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2011 [cit. 2011-07-04]. Dostupné z  
WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/rubrika/japonsko/1000424/>>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: Ekonomická charakteristika země (souhrnná  
teritoriální informace). Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-26-03]. Dostupné z  
WWW: <[http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-  
charakteristika-zeme/4/1000804/](http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000804/)>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o  
3,2 %. Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-  
rust-krize/1000804/57261/?page=4](http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=4)>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o  
3,2 %. Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW:

<<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty--ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=5>>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: HDP za první čtvrtletí roku 2010 vzrostlo o 3,2 %. Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/spojene-staty-ekonomika-rust-krize/1000804/57261/?page=8>>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: Finanční a daňový sektor. Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-financni-a-danovy-sektor/5/1000804/>>

Zastupitelský úřad ČR ve Washingtonu. USA: Finanční a daňový sektor. Businessinfo.cz [online]. 2010 [cit. 2011-27-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/spojene-staty-americke-financni-a-danovy-sektor/5/1000804/#sec2>>

ZAVADILOVÁ T. Rok krize: Od pádu Lehman Brothers k regulaci odměn manažerů bank. E15.cz [online]. 2009 [cit. 2011-26-03]. Dostupné z WWW: <<http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/rok-krize-od-padu-lehman-brothers-k-regulaci-odmen-manazeru-bank>>

Záchranný program Tarp. WIKIPEDIA: otevřená encyklopedie [online], [cit. 2011-11-03]. Anglická verze. Dostupný z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Troubled\\_Asset\\_Relief\\_Program](http://en.wikipedia.org/wiki/Troubled_Asset_Relief_Program)>

ZEMÁNEK, J. Hypoteční krize v USA. Příčiny průběh následky. Euroekonom.cz [online]. 2008 [cit. 2010-06-12]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

### **Ostatní bibliografie**

Česká tisková kancelář (ČTK). Světoví finančníci se pokusí uhasit měnovou válku. Nebylo by v ní vítězů. iHNed.cz [online]. 2010 [cit. 2011-16-04]. Dostupné z WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-46948580-svetovi-financnici-se-pokusi-uhasit-menovou-valku-nebylo-by-v-ni-vitezu>>

RAJAN R. Jak „prodat“ obnovení globální rovnováhy. Project syndicate (a world of ideas) [online]. 2010 [cit. 2011-16-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/rajan9/Czech>>

STIGLITZ J. Nejlepší alternativa nové globální měny? Patria online [online]. 2011 [cit. 2011-16-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1801249/stiglitz-nejlepsi-alternativa-nove-globalni-meny.html>>

ŽDÁREK V. Dynamika trhu práce v době krize a obnova vnější rovnováhy pohledem MMF. Ekonomické listy. Odborný vědecký časopis Centra ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu [online]. 2010 [cit. 2011-16-04]. Dostupné z WWW: <[http://www.vsem.cz/data/data/cessoubory/ekonomicke\\_listy/gf\\_Ekonomicke%20listy\\_0610.pdf](http://www.vsem.cz/data/data/cessoubory/ekonomicke_listy/gf_Ekonomicke%20listy_0610.pdf)>